



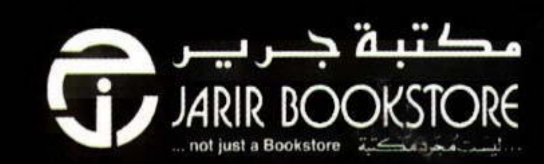


دليلك لتقييم الأسهم

دليل المستثمر الذكي للأداء المتماميز في سوق الأوراق المالية

تعلّم الأساليب الخاصة بكبار محللي الأسواق المالية في البورصة

جاري جراي، باتريك ج. كوساتيس، ج. راندال وولريدج



«إن هدفنا هو أن نعلّمك كيفية تقييم الأسهم باستخدام أسلوب بسيط وفعال للتقييم. وسوف يجعلك هذا الكتاب مستثمراً أغزر علماً، وأكثر ذكاء، وأعلى ربحاً، وسيساعدك أيضاً في فهم السبب وراء وجود سهم يقدر بـ ١٤,٤٥ دولاراً مثل سهم شركة سيسكو، وسهم قيمته ٧٢٠٠٠ دولار مثل سهم شركة بيركشاير هاثواي. ويتضمن أسلوبنا في التقييم بعض الحسابات البسيطة للغاية والتي لا تستخدم سوى عمليات الجمع والطرح والضرب والقسمة. فليس هناك حساب تفاضل وتكامل أو معادلات تفاضلية أو رياضة بحتة».

ـ من تمهيد الكتاب

تعدّ القيمة والثقة من أكثر الأمور إثارة للتساؤلات في أسواق الأوراق المالية الصاخبة. القيمة، لأن المستثمرين الذين لم يجنوا شيئاً من وراء انهيار الأسهم التكنولوجي سوى الخسارة ما زالوا يؤكدون على إمكانية تحقيق المكاسب والأرباح من وراء الأسهم. والثقة، لأن المستثمرين لأسباب واضحة. أصبحوا لا يعرفون بمن يثقون بعد الآن.

سوف يساعدك هذا الكتاب على الإجابة عن التساؤلات المتعلقة بهذين الأمرين؛ حيث يقدم لك هذا الدليل السلس أساليب دقيقة ومجربة وجديرة بالثقة يمكن استخدامها لتقييم الأسهم، ثم يطلعك على سبل تحديد ما إذا كان السهم يتحرك بأعلى أم بأقل من قيمته الحقيقية في هذه السوق التي تحركها العواطف.

إنه يوضح كيفية:

- تقييم الأسهم بدقة باستخدام أساليب منهجية تتميز بسهولة الاستخدام وتحوز تقدير الجميع.
- تحقيق أعلى العوائد وفي الوقت نفسه تقليل احتمالية التعرّض للمخاطر.
- التعرّف على مفاهيم التقييم المهمة: بما في ذلك النمو، وهامش ربح التشغيل، وتكلفة رأس المال.
- تصميم واستخدام برامج محاسبية لزيادة سرعة ودقة التقييم الذي تجربه.

دليلك
لتقييم الأسهم



دليلك
لتقييم الأسهم

دليل المستثمر الذكي للأداء المتميّز
في سوق الأوراق المالية

جاري جراي. باتريك ج. كوساتيس.
ج. راندال ولريدج





المركز الرئيسي (المملكة العربية السعودية)
ص ب ٣١٩٦ — تليفون +٩٦٦ ١ ٤٦٢٦٠٠٠
الرياض ١١٤٧١ — فاكس +٩٦٦ ١ ٤٦٥٦٣٦٣

المعارض الرياض (المملكة العربية السعودية)
شارع العليا — تليفون +٩٦٦ ١ ٤٦٢٦٠٠٠
شارع الأحساء — تليفون +٩٦٦ ١ ٤٧٧٣١٤٠
الحياة مول — تليفون +٩٦٦ ١ ٢٠٥٧٠١٠
طريق الملك عبدالله (حي الحمرا) — تليفون +٩٦٦ ١ ٢٧٨٨٤١١
الدائري الشمالي (مخرج ٥/٦) — تليفون +٩٦٦ ١ ٢٧٥٤٧٨٠

القصيم (المملكة العربية السعودية)
شارع عثمان بن عفان — تليفون +٩٦٦ ٦ ٣٨١٠٠٢٦

الخبر (المملكة العربية السعودية)
شارع الكورنيش — تليفون +٩٦٦ ٣ ٨٩٤٣٣١١
مجمع الراشد — تليفون +٩٦٦ ٣ ٨٩٨٣٤٩١

الدمام (المملكة العربية السعودية)
الشارع الأول — تليفون +٩٦٦ ٣ ٨٠٩٠٤٤١

الاحساء (المملكة العربية السعودية)
المبرز طريق الظهران — تليفون +٩٦٦ ٣ ٥٣١١٥٠١

جدة (المملكة العربية السعودية)
شارع صاري — تليفون +٩٦٦ ٢ ٦٨٢٧٦٦٦
شارع فلسطين — تليفون +٩٦٦ ٢ ٦٧٣٣٧٢٧
شارع التحلية — تليفون +٩٦٦ ٢ ٦٧١١١٦٧
شارع الأمير سلطان — تليفون +٩٦٦ ٢ ٢٣٨٢٠٥٥
شارع عبدالله السليمان (جامعة بلازا) — تليفون +٩٦٦ ٢ ٦٨٧٢٧٤٣

مكة المكرمة (المملكة العربية السعودية)
أسواق الحجاز — تليفون +٩٦٦ ٢ ٥٦٠٦١١٦

المدينة المنورة (المملكة العربية السعودية)
جوار مسجد القبلتين — تليفون +٩٦٦ ٤ ٨٤٦٦٧٦١

الدوحة (دولة قطر)
طريق سلوى - تقاطع رمادا — تليفون +٩٧٤ ٤٤٤٠٢١٢

ابو ظبي (الإمارات العربية المتحدة)
مركز الميناء — تليفون +٩٧١ ٢ ٦٧٣٣٩٩٩

الكويت (دولة الكويت)
الحولي - شارع تونس — تليفون +٩٦٥ ٢٦١٠١١١

موقعنا على الإنترنت www.jarirbookstore.com
للمزيد من المعلومات الرجاء مراسلتنا على :
jbpublications@jarirbookstore.com

الطبعة الأولى ٢٠٠٧

Streetsmart Guide to Valuing a Stock

The Savvy Investor's Key to Beating the Market

Second Edition

Gary Gray, Patrick J. Cusatis,
and J. Randall Woolridge





المحتويات

	تمهيد	١
الفصل ١	**مقدمة ونظرة عامة**	٥
	الهبوط المفاجئ فى الأسواق المالية	٥
	شركات جيدة ـ ذات أسهم نشطة ورائجة ـ وأسعار تدعو للسخرية	٦
	قرار الاستثمار	٩
	المبادئ العشرة للتمويل	١٠
	نظرة شاملة على الكتاب	١٣
الفصل ٢	**المبادئ العشرة للتمويل وكيفية استخدامها**	١٩
	المبدأ رقم ١: تتطلب العوائد المرتفعة خوض المزيد من المخاطر	٢٠
	المبدأ رقم ٢: الأسواق المالية ذات الكفاءة لا يمكن التغلب عليها	٢٩
	المبدأ رقم ٣: المستثمرون العقلاء يتجنبون المخاطر	٣٩

المبدأ رقم ٤: يتحكم العرض والطلب فى أسعار
الأسهم على المدى القصير ٤١
المبدأ رقم ٥: عند تحليل العوائد ، لا تكون
المتوسطات البسيطة بسيطة دائماً ٤٥
المبدأ رقم ٦ : تكاليف التعاملات ، والضرائب ،
والتضخم ، أولئك هم أعداؤك ٤٩
المبدأ رقم ٧: الوقت وقيمة المال مرتبطان معًا ارتباطًا
وثيقًا ٥٣
المبدأ رقم ٨: توزيع الأصول قرار مهم جداً ٥٨
المبدأ رقم ٩: تنويع الأصول يقلل من المخاطر ٦٥
المبدأ رقم ١٠: يجب استخدام أحد نماذج تسعير
الأصول لتقييم الاستثمارات ٧٢
الخلاصة ٧٦

الفصل ٣ **تقييم الأسهم : بعض الخطوات التمهيدية** ٨١
مقدمة للتقييم ٨١
تقييم التدفقات النقدية المخصومة لأحد الأسهم ٨٣
نحن السبب فى فقاعة شركات التكنولوجيا ٩١
العائد لحملة الأسهم ٩٥
هل سعر السهم ـ مرتفع للغاية ؟ ـ منخفض للغاية ؟ ـ
مناسب تماما ؟ ١٠١
تقييم الأسهم ـ فن أم علم أم شعوذة ؟ ١٠٨
أساليب وطرق تقييم الأسهم: الأسلوب الأساسى ،
والأسلوب الفنى والنظرية الحديثة للمحفظة
الاستثمارية ١٠٩
قيمة السهم ، وسعره ، وتحركات السوق ١١٦
قيمة السهم ، وسعره ، وتوصيات المحللين ١١٨
الوقت المناسب للشراء ، والوقت المناسب للبيع :
توصياتنا ١٢١
ما هو اتجاهنا التالى ؟ ١٢٣

الفصل ٤ كيفية تقييم الأسهم ١٢٧
بعض التعريفات المتعلقة بالتدفقات النقدية ١٢٧
أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة ١٣٤
لماذا التدفقات النقدية المخصومة ، وليس العوائد الخاصة بالأسهم ؟ ١٤٢
أسلوب تقييم التدفقات النقدية الحرة المخصومة للشركة ١٤٤
شركة ميكروسوفت ـ مثال بسيط للتدفقات النقدية المخصومة ١٥١
التقييم ـ النمو مقابل القيمة ، والحصة السوقية الكبيرة مقابل الحصة السوقية الصغيرة ١٦١
التقييم ـ الخطوة التالية ١٦٣

الفصل ٥ التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة ١٦٥
الإخوة الصينيون الخمسة ١٦٥
معدلات النمو وفترة العائد الإضافى ١٦٦
صافى هامش ربح التشغيل وصافى ربح التشغيل ١٧٩
معدل ضريبة الدخل والضرائب المعدلة ١٨٤
صافى الاستثمار ١٨٧
رأس المال العامل الإضافى أو المتراكم ١٩١
التدفقات النقدية الحرة الخاصة بالشركة ١٩٦
تدريب على التقييم: تقدير التدفقات النقدية الحرة للشركة ١٩٩

الفصل ٦ تقدير تكلفة رأس المال ٢٠٥
لا تعد إلا بعد حساب قيمة الخصم ٢٠٥
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وحصة الشركة من رأس المال فى السوق ٢١٠
تقدير المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال شركة أديسون ٢١٧
تكلفة حقوق ملكية الأسهم العادية والأسهم المتداولة ٢١٩

	تكلفة الديون القائمة بعد الضرائب	٢٢٨
	تكلفة الأسهم المميزة ومقدار الأسهم المتداولة	٢٣١
	حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ـ شركة أديسون	٢٣٣
	حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ـ شركة سيسكو	٢٣٤
	بنود قائمة المركز المالى التى تدخل فى عملية التقييم: توصياتنا	٢٣٥
	مثال على التقييم: شركة سيسكو	٢٣٩
	ما بعد تكلفة رأس المال ــ الخطوة التالية	٢٤١
الفصل ٧	**البحث عن المعلومات لعمل التقييم**	**٢٤٣**
	لكل الأغراض ـ استخدم الإنترنت	٢٤٣
	الإنترنت والمعلومات الخاصة بالاستثمار	٢٤٤
	مدخلات تقييم التدفقات النقدية التى من السهل الحصول عليها	٢٥٤
	تقدير بعض مدخلات تقييم التدفقات المالية	٢٦٠
	مدخلات تقييم تكلفة رأس المال	٢٦٢
	تقييمات معدلة ـ الخطوة التالية	٢٦٦
	تدريب على التقييم : شركة سيسكو	٢٦٦
الفصل ٨	**تقييم أحد الأسهم ـ باستخدام كل ما تعلمناه معاً**	**٢٦٩**
	نظرة عامة	٢٦٩
	تقييم سيتى جروب ـ ١٧ ديسمبر ٢٠٠٢	٢٧٣
	تقييم مؤسسة ميريل لينش ـ ١٨ ديسمبر ٢٠٠٢	٢٨٩
	تقييم شركة بيركشاير هاثواى ـ ديسمبر ٢٠٠٢	٣٠٠
	تقييم شركة واشنطن رايت ــ ٢٠ ديسمبر ٢٠٠٢	٣١٢
	الخلاصة	٣٢٥
	القاموس	٣٢٧

تمهيد

هذا الكتاب يقدم النصيحة العملية والتعليمات المفصلة التى تزود القارىء بالأدوات الضرورية لتحقيق أرباح ومكاسب فى سوق الأسهم . يركز الكتاب على تقييم الأسهم ـ وهو مجال ذو أهمية كبيرة للعديد من المستثمرين .

عندما تنتهى من قراءة هذا الدليل التعليمى سهل الاستخدام ، سوف تكون قد تعلمت :

- تقييم أسهم السوق عامة وأسهم الشركات الكبيرة مثل شركة ميكروسوفت ، وشركة سيسكو سيستمز .
- تقييم أسهم الشركات المالية وصناديق الاستثمار التى تتكون من أسهم شركات العقارات مثل شركات سيتى جروب ، ميريل لينش ، بيركشاير هاثواى ، واشنطن رايت .
- تحديد الأسهم المقومة بأقل من قيمتها وتلك المقومة بأكبر من قيمتها وذلك بغرض معرفة فرص الشراء والبيع .

- تقدير المدخلات المهمة الخاصة بالتقييم مثل النمو وهامش ربح التشغيل وتكلفة رأس المال .
- الحصول على المدخلات الخاصة بالتقييم على المواقع المجانية على شبكة الإنترنت .
- تصميم ورقة عمل عن طريق الكمبيوتر لتقييم أحد الأسهم .
- الجمع بين الأسهم فى محفظة استثمار مصممة على نحو كفء .
- إدارة المخاطر الخاصة بمحفظتك .
- استخدام المبادىء العشرة الخاصة بالتمويل لصالحك .

يعتبر هذا الكتاب نسخة كاملة منقحة من الطبعة الأولى (طبعة عام ١٩٩٩) . فخلال السنوات الأربع منذ نشر الطبعة الأولى ، انهار السوق وتم اتهام العديد من مديرى المؤسسات مثل إنرون ، وورلدكوم ، أدلفيا بالاحتيال وتزعزعت الثقة فى العديد من محللى الأسهم فى وول ستريت وحصلوا على مكانة وظيفية تقل عن تلك الخاصة برجال بيع السيارات . إننا نشعر بأنه قد آن الأوان لوضع تقييم الأسهم ضمن بعض المبادىء العامة والمفاهيم التى تأتى فى صميم نظرية التمويل . يتناول هذا الكتاب بالشرح باستخدام مصطلحات بسيطة المبادىء العشرة للتمويل ويصف كيفية استخدامها فى اتخاذ قرارات أفضل تتعلق بالاستثمار وتقدير قيمة أى سهم .

وهذا الكتاب موجه إلى كل الذين يعتقدون خطأ أنك يجب أن تكون معلما حكيمًا لتقييم الأسهم كالمحترفين . وتتناول فصول الكتاب كافة الأدوات التى تحتاجها لتقييم الأسهم . إن كل ما تحتاجه هو قليل من الصبر والتدريب والمثابرة . فإنك لست فى حاجة إلى الحصول على درجة الماجستير فى إدارة الأعمال كى تستوعب المفاهيم التى تناولها الكتاب أو المبادىء العشرة الخاصة بالتمويل . إن الهدف من هذا الكتاب هو تزويد جميع المساهمين فى سوق الأسهم ـ المستثمرين من الأفراد وأعضاء نوادى الاستثمار وسماسرة الأسهم وأعضاء هيئة الرقابة والإشراف على الأوراق المالية وسوق الصرف ومديرى الشركات ورؤساء مجالس إدارات الشركات

والعامة من الناس الذين يرغبون فى معرفة تقييم الأسهم ـ بأسلوب كمى بسيط لتقدير قيمة الأسهم . ويعد النموذج الخاص بنا وصفة لتقييم الأسهم العادية بطريقة سليمة ومحافظة وزيادة أرباح الاستثمار .

إننا نقوم من خلال هذا الكتاب بوصف كيفية استخدام برنامج Excel لتصميم ورقة عمل لتقييم الأسهم مع أقل عدد من المدخلات . وإذا كنت لا ترغب فى كتابة أو إعداد برنامج على ورقة عمل ، سوف نوضح لك كيفية وجهة شراء برامج الحاسب التى قمنا بتطويرها واستخدامها ضمن هذا الكتاب . فى النهاية ، نحن نقوم بتقديم خدمة مجانية عن طريق شبكة الإنترنت لتقييم الأسهم على موقعنا التالى : www.valuepro.net/

إذا كانت التكنولوجيا تمثل تحديا لك ، لا تقلق . أنت لست فى حاجة إلى جهاز كمبيوتر أو الاتصال بشبكة الإنترنت للاستفادة من أسلوب التدفقات النقدية المخصومة المجانى لتقييم أحد الأسهم . فنحن نتناول بالشرح فى الفصل الخامس والسادس كيفية حساب وتقييم التفقد النقدى لأية شركة وكذلك حساب تكلفة رأس المال ـ وهى المكونات الأساسية لتقييم الأسهم . وفى الفصل السابع نوضح لك الكيفية والجهة التى يمكنك الحصول منها على المعلومات التى تحتاجها للتمكن من إجراء التقييمات الجادة للأسهم . أما فى الفصل الثامن ، فإننا نقيم شركات سيتى جروب ، ميريل لينش ، بيركشاير هاثواى ، واشنطن رايت . إن هذا الكتاب سوف يساعدك فى تعلم الكثير عن تقييم الأسهم حتى وإن كانت أوراق العمل وبرامج الكمبيوتر مروعة لك .

إن هدفنا هو أن نعلمك كيفية تقييم الأسهم باستخدام أسلوب بسيط وفعال للتقييم . وسوف يجعلك هذا الكتاب مستثمراً أغزر علمًا ، وأكثر ذكاء ، وأعلى ربحًا ، وسيساعدك أيضاً فى فهم السبب وراء وجود سهم يقدر بـ ١٤,٤٥ دولار مثل سهم شركة سيسكو . وسهم قيمته ٧٢٠٠٠ دولار مثل سهم شركة بيركشاير هاثواى . ويتضمن أسلوبنا فى التقييم بعض الحسابات البسيطة للغاية والتى لا تستخدم سوى عمليات الجمع والطرح والضرب والقسمة ـ فليست هناك حساب تفاضل وتكامل أو

معادلات تفاضلية أو رياضة بحتة . إذن ، فلنبدأ عملنا الحاسم فى تقييم الأسهم .

نتمنى لك حظًا سعيدًا ، وحسابات دقيقة ، وتقييمات سعيدة .

جارى جراى
باتريك جيه . كوساتيس
جيه . راندال وولريدج

الفصل

١ مقدمة ونظرة عامة

الهبوط المفاجئ فى الأسواق المالية

حتى إبداعات علماء الصواريخ العباقرة أحياناً قد تخرج عن السيطرة . لقد حدثت مشكلة مالية تشبه مشكلة الاحتراق التى تحدث للصواريخ فى سبتمبر عام ١٩٩٨ وذلك فى شركة لونج تيرم كابيتال مانجمنت) (LTCM وهى أحد صناديق التغطية ١ والتى قيمتها مليارات عديدة من الدولارات والمملوكة لبعض أكثر العاملين فى بورصة وول ستريت خبرة . فبعد سنوات عديدة من العوائد الرائعة (٤٣٪ فى عام ١٩٩٥ ، ٤١٪ فى عام ١٩٩٦ ، ١٧٪ فى عام ١٩٩٧) للمالكين والمستثمرين ، عانت LTCM من انهيار شديد وتم إنقاذها من الإفلاس على يد اتحاد من دائنيها .

وما يدعو للسخرية أنه فى عام ١٩٩٧ . اقتسم اثنان من الشركاء فى شركة LTCM جائزة نوبل فى الاقتصاد الممنوحة للبحوث والدراسات العلمية المتقدمة والمتعلقة بأساليب إدارة المخاطر وتقييم وتسعير خيارات الأسهم . لقد وضعت كتابات دكتور " روبرت سى . ميرتون " ودكتور

" مايرون شولز " حجر الأساس لابتكار وتطور المشتقات المالية (أسواق عقود الخيارات ، والعقود الآجلة ، وعقود المقايضة) . كما تعاون " شولز " مع الراحل " فيشر بلاك " فى تطوير ووضع نموذج تسعير عقد الخيارات المعروف لـ " بلاك شولز " .

كما اشترك " ميرتون " مع.دكتور " زيف بودى " فى تأليف كتاب Finance والذى نشر فى عام ١٩٩٧ . ويدور نص هذا الكتاب حول ثلاث دعائم تحليلية للتمويل هى : قيمة الوقت بالنسبة للنقود ، وتقييم الأصول ، وإدارة المخاطر . وتدور أسس هذه الدعائم حول المبادئ الأساسية والقواعد ونظريات التمويل التى يجب أن ترشد المستثمرين لاتخاذ قرارات مالية واعية .

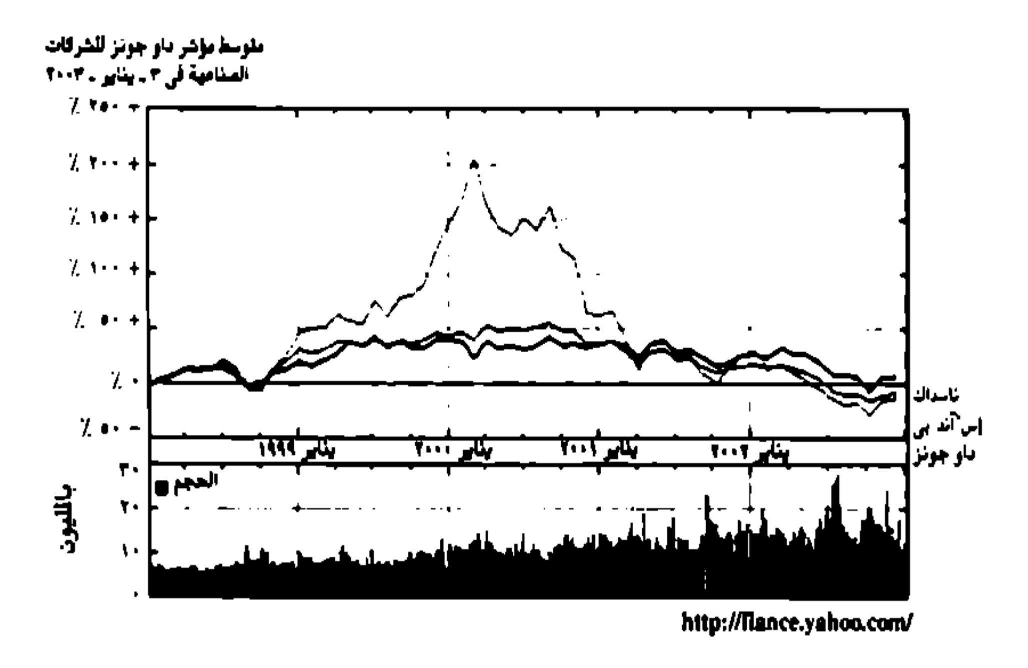
يبدو أن شركة LTCM لم تكن تطبق على نحو سليم استراتيجيات إدارة المخاطر التى وضعها بعناية أصحابها الحاصلون على جائزة نوبل . كما أنها لم تلتزم بالمبادئ المالية التى قام " بودى " و " ميرتون " بتوضيحها فى كتابهما Finance . ويعد انهيار LTCM دليلاً على أنه حتى الأذكياء أحياناً ما يستخدمون استراتيجيات استثمار تكون موضع شك . كما أنها تظهر أن الأسواق المالية تعلق كل آمالها وتعتمد كليًا على التوقعات الخيالية غير المدروسة لحالة الشركة ووضعها فى السوق . يمكننا جميعاً أن نتعلم من أخطاء LTCM والكثير من الأمثلة الحديثة للشركات المالية فى مجال تمويل الشركات وسوق الأسهم مثل : وورلد كوم ، وزيروكس وأدلفيا وتايكو وإنرون على سبيل المثال .

شركات جيدة ـ ذات أسهم نشطة ورائجة ـ وأسعار تدعو للسخرية

أفسدت فترة النشاط الطويلة للسوق فى التسعينات المستثمرين وجعلتنا نضع ثقة أكثر من اللازم فى قدراتنا على اختيار الأسهم . نحن لم نفهم المخاطر . والآن بعد أن انفجرت الفقاعة ورأينا أن سوق الأسهم يتحرك فى أكثر من اتجاه ، ندرك أنه ليس من السهل أن تكون مستثمراً ناجحاً . وأن تتفوق على مؤشرات الأسهم أو تتغلب على المؤشرات بشكل منتظم . كان سوق الأسهم مصاباً بالجنون فى أواخر التسعينات . ويبين الرسم

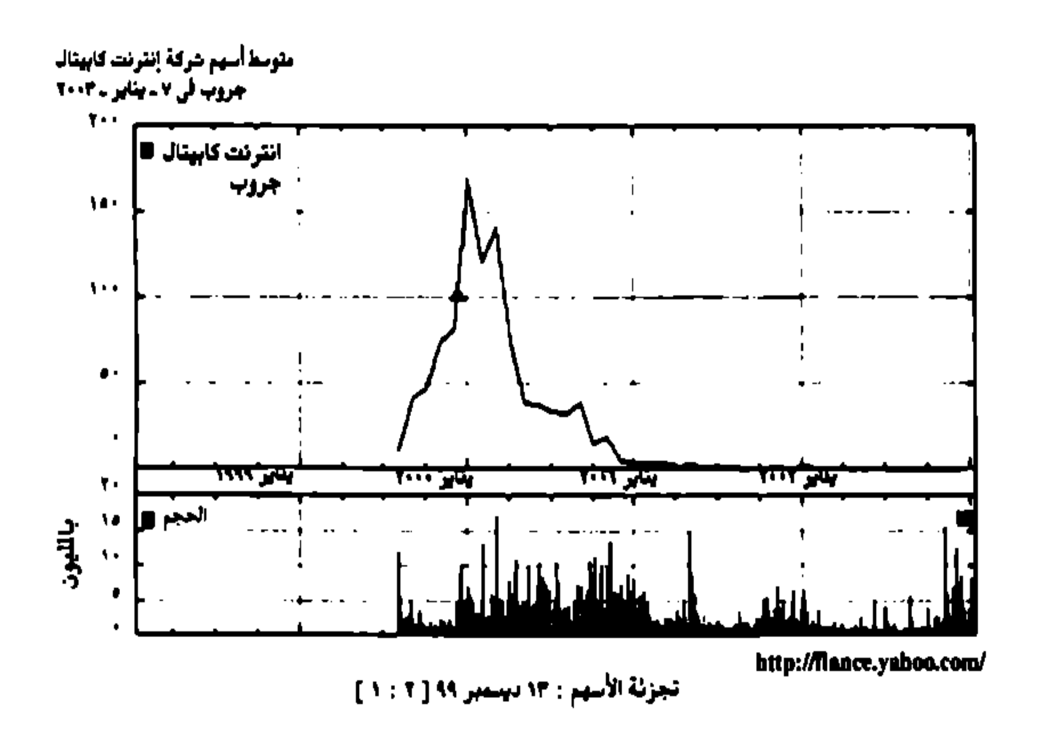
(١ ـ ١) ارتفاعاً ثم هبوطاً لمؤشرات سوق الأسهم على مدار السنوات الخمس الماضية .

عندما يرتفع سوق الأسهم ، تتركز المناقشات حول المعلومات المهمة وكذلك المعلومات الداخلية . وكما تؤكد " مارثا ستيوارت " ، فإن هذه المعلومات أحياناً ما تكون حقيقية ـ وفي النهاية تكون مكلفة بدرجة غير معقولة ! حيث يقدم سوق الأسهم مجموعة من الفرص التي تأتي مرة واحدة في العمر . في كل يوم يقوم العاملون والمحللون في شبكات سي إن إن ، وسي إن بي سي بالترويج للأسواق والفروع الجديدة لبعض المؤسسات مثل سلسلة مقاهي ستاربوكس أو كرسبي كريم . احترس ، ضع يديك على محفظتك وانتظر ! لقد ساعدت الدعاية المبالغ فيها المرتبطة بالأسهم الرائجة فيما سبق (مثل سهم شركة إنترنت كابيتال جروب ICGE والذي كان يتم التعامل عليه بسعر ٢٠٠,٤٩ دولار ثم أصبح في نهاية عام ٢٠٠٢ بسعر ٠,٣٦ دولار والذي هبط وتجزأ من ارتفاع معدله ٧٥ دولارًا إلى ٣,٣١ دولار للسهم ، وكذلك سهم " جي دي إس يونيفز " ؛ والذي كان يتم التعامل عليه بسعر ١٤٠,٥٠ دولار والسعر الآن ٢,٤٧ دولار) ساعدت على دفع أسعار هذه الأسهم إلى مثل هذه المعدلات المرتفعة والتي جعلتها مقومة بأسعار أعلى بكثير من قيمتها . وكمثال ، انظر الرسم (١ ـ ٢) لترى أداء سهم شركة ICGE لمدة خمس سنوات .



الرسم ١ ـ ١ مؤشر إس آند بي ٥٠٠ ومؤشر داو جونز للشركات الصناعية ومؤشر ناسداك : رسم بياني لمؤشرات الأسهم خلال فترة خمس سنوات .

قاومت أسعار العديد من الأسهم خلال أواخر التسعينات قوانين الجاذبية . من الضرورى أن تفهم أن ما ارتفع بدون سبب لابد وأن يهبط ثانية فى النهاية . عند نقطة معينة فى عام ٢٠٠٠ كانت حقوق الملكية فى السوق (الأسهم القائمة مضروبة فى سعر السهم) لشركة ICGE أكثر من ٥٠ مليار دولار ، مع أن قيمتها السوقية كانت سلبية ، وكانت القيمة السوقية لشركة " جى . دى . إس يونيفز " تزيد عن ٢٠٠ مليار دولار - ما يزيد ٢٠٠ مرة عن إيرادات الشركة . وأيا كان المدير التنفيذى لهذه الشركات ؛ فإنها لم تكن تستطيع أن تحقق أرباحاً من العمليات تكفى لدعم مستويات أسعار الأسهم المرتفعة لها .



الرسم١-٢ : شركة ICGE : رسم بيانى لسعر سهم الشركة خلال ٥ سنوات

لا تدع أحد المروجين لشركة ما يخدعك وهو يثنى على أحد الأسهم أو القطاعات أو الصناعات أو السوق ككل . إنه يتقاضى أتعابًا حتى يؤلف لك قصته ويبدع حكايته المتفائلة للعامة . يجب أن تعلم نفسك حتى تستطيع أن تتجاهل مثل هؤلاء المروجين وتتخذ قراراتك الخاصة المدروسة . فأنت الشخص الوحيد الذى يجب أن تقرر أن أحد الأسهم أقل من قيمتها أو أكبر من قيمتها ، وما إذا كنت ستقوم بالشراء أو البيع . فلا يجب أن يقوم أحد بذلك نيابة عنك . إلا إذا كنت قد استأجرته لإدارة

أصولك المالية . وإذا كنت لا ترغب فى استثمار الوقت والجهد اللازمين لفهم سوق الأسهم وتقييم الأسهم ، ضع أموالك فى حساب ادخار متحفظ أو فى أحد الصناديق التى لا تحمًل بعمولة مبيعات .

قرار الاستثمار

يركز هذا الكتاب على قرار الاستثمار ـ وما تفعله مع الزيادة فى الدخل والثروة لديك . عندما تستثمر ، فإنك تستخدم دولارات اليوم لشراء أصول ينتج عنها تدفقات نقدية فى المستقبل فى شكل دخل سنوى (توزيعات أرباح ، فوائد مدفوعات ، إيجار) وزيادة فى السعر بمرور الوقت .

نحن نفترض أنك أوفيت باحتياجات الاستهلاك لديك بغض النظر عن مدى زيادتها أو قلتها ، واشتريت تأمينًا كافيًا لتغطية الحوادث المحتملة ، وادخرت ما يكفى فى أحد الودائع أو حسابات التوفير للاهتمام بالحالات المالية الطارئة ، وعليك أن تستثمر بقية ثروتك فى اتجاهات متعددة . ونحن نتحدث عن الاستثمارات المالية السلبية ـ أى التى لا تتطلب منك اتخاذ قرارات تتعلق بالإدارة ، مثل أحد المشاريع التجارية الشخصية التى تتحكم فيها بعملية تشغيل العمالة وفصلها ، أو تملك أحد العقارات التى تؤجر والتى قد تعانى فيها من المكالمات فى ساعات متأخرة من الليل تتعلق بسخانات المياه المعطلة ، أو الحمامات التى تتسرب منها المياه .

إن التمويل هو دراسة سبب ، وكيفية ، وما إذا كنت سوف تستثمر فى مشروعات أو شركات أو أسهم لها تدفقات نقدية غير مؤكدة (تنطوى على مخاطر) تحصل عليها فى المستقبل . يجب أن يعتمد أى قرار لشراء أو بيع أى استثمار أو سهم على ثلاثة معايير تتعلق بالتدفقات النقدية : توقع متحفظ لمقدار التدفقات النقدية (معدل العائد) ، التوقيت المحتمل للتدفقات النقدية ، وتقدير مقبول للاحتمالات أو المخاطر المتعلقة بالحصول على التدفقات النقدية . وبمجرد أن تقوم بتقدير المبلغ والتوقيت والمخاطر ، فأنت بذلك تستخدم أساليب مالية لتحديد القيمة الحقيقية للاستثمار أو السهم .

عندما تفكر في الاستثمار في العقارات ، فإن موقع كل منها يجعلها أصلاً ماليًا متميزاً . ولكن الأمر ليس كذلك في سوق الأسهم . تعتبر الأسهم العادية لأية شركة متشابهة وكثيرة[٢] ، فمثلاً شركة سيسكو Cisco لديها ما يزيد عن ٧ مليار سهم متداول ، وبعد تجزئة السهم في يناير عام ٢٠٠٣ ، كان لدى شركة ميكروسوفت ما يزيد عن ١٠ مليار سهم . عندما تشترى " سارة " مائة سهم من أسهم شركة سيسكو عن طريق شبكة الإنترنت ؛ فإن اسم البائع لا يهم . فالأسهم جميعاً متماثلة من وجهة نظر مبدأ الملكية . وتعتبر الأسواق الرئيسية العالمية للأسهم متغيرة بشكل دائم حيث يتم التعامل مع آلاف الشركات على أساس يومى ، وفى كل دقيقة ، والأسعار متاحة للجميع لرؤيتها .

سوف نعلمك فى هذا الكتاب كيفية تقييم أى سهم . يجب أن قرار البيع أو الشراء الخاص بك مبنياً على نسبة تقييم السهم - وهى نسبة تساوى قيمة السهم مقسومة على سعر السهم . إذا كانت نسبة التقييم أكبر من ١,٠ ، فإن قيمة السهم تكون أكبر من سعره بهامش معين ، لذا يجب التفكير فى شراء هذا السهم . على سبيل المثال ، إذا كانت قيمة السهم " أ " هى ٢٠ دولارًا وكان سعره ١٠ دولارات ، فإن نسبة تقييم السهم " أ " هى ٢٠ دولارًا ÷ ١٠ دولارات = ٢,٠ . ولذلك عليك أن تفكر جديًا فى شرائه ! إذا كانت قيمة أحد الأسهم أقل من سعره ونسبة التقييم أقل من ١,٠ ، يجب أن تبيع السهم ، أو على الأقل تنتظر لحين هبوط السعر قبل الشراء . إذا كانت قيمة السهم " ب " هى ٥ دولارات وكان سعره ١٠ دولارات ، فإن نسبة التقييم هى ٥ دولارات ÷ ١٠ دولارات = ٠,٥ - فعليك ببيع هذا السهم أو عدم شرائه بهذا السعر .

المبادئ العشرة للتمويل

يتناول هذا الكتاب بالشرح المبادئ العشرة للتمويل وكيفية استخدامها لمساعدتك فى اتخاذ أفضل قرارات للاستثمار . وتنطبق المبادئ العشرة وأسلوب التقييم على قرارات الاستثمار لأنواع الأصول كافة . مثل الأصول الملموسة كالعقارات والشركات الصغيرة والعملات والطوابع والفن والتحف والأصول الملموسة الأخرى . والأصول المالية مثل الأوراق المالية وسندات

المديونية والقيم العقارية . ويعد تقييم الأسهم العادية أحد الأوجه المهمة لهذا الكتاب فى طبعته الأولى ، وسوف نتعمق فى عملية التقييم فى هذه الطبعة ، وإليك كيفية ذلك :

- تقييم الأسهم فى الأسواق العامة والشركات عالية التقنية مثل شركة ميكروسوفت وشركة سيسكو سيستمز .
- تقييم أسهم الشركات المالية وأسهم صناديق الاستثمار فى العقارات مثل : " سيتى جروب " ، " ميريل لينش " ، " بيركشاير هاثواى " ، " واشنطن ريت " .
- تجميع الأسهم فى محفظة أوراق مالية مصممة بطريقة فعالة .
- إدارة المخاطر المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية الخاصة بك .
- استخدام المبادئ العشرة الخاصة بالتمويل لصالحك .

ولقد حرصنا على أن يكون الكتاب ميسرًا . وشرحنا مفاهيم التمويل الحديثة باستخدام أمثلة سهلة الفهم . ويدور منهجنا فى هذا الكتاب حول الثلاثة أعمدة التحليلية التى وضحها كل من البروفيسور " بودى " والبروفيسور " ميرتون " .

١. تقييم الأصول ، والذى يؤثر فى مقدار العائد المتوقع (معدل العوائد) .
٢. قيمة الوقت بالنسبة للنقود . والتى تؤثر فى توقيت العوائد (التوقيت) .
٣. إدارة المخاطر والتى تؤثر فى احتمالات الحصول على العوائد (إدارة المخاطر) .

كثيراً ما يتسم المستثمرون بذاكرة ضعيفة وفقدان الرؤية الثاقبة لهذه العلاقة بين مقدار العائد والتوقيت والمخاطر . وتنطبق مقولة " بورتون مالكيل " والتى مفادها " الطمع يؤدى بصاحبه إلى الهلاك "[٣] على

المضاربين الذين كانوا السبب فى جنون الاستثمار التاريخى والانهيار المحتوم للسوق بعد ذلك . وقد حدثت دورة الازدهار والركود فى هولندا فى القرن السابع عشر . ففى خلال الفترة من عام ١٦٣٤ وحتى عام ١٦٣٦ ، ارتفعت أسعار زهور التيوليب بشكل مستمر وبمعدل تجاوز المعقول . ثم بعد ذلك ، فى شهر يناير عام ١٦٣٧ ، ارتفعت الأسعار ٢٠ ضعفاً . ولكن فى فبراير ، انهار السوق وهبطت أسعار زهرة التيوليب بأكثر من المقدار الذى حققته فى يناير . وفقد العديد من المستثمرين ثروات ودفعوا اقتصاد هولندا إلى فترة ركود شديدة وطويلة .

اشتدت المضاربة فى أواخر العشرينات من القرن التاسع عشر عندما ارتفعت الأسهم بشدة فى الولايات المتحدة ، ثم انهارت مؤدية بذلك إلى فترة الركود العظيم Great Depression . ووفقاً لـ " مالكيل "[٤] ، هبطت أسهم الشركات الممتازة إلى ما يزيد عن ٩٠٪ عندما هبط مستوى السوق إلى القاع فى عام ١٩٣٢ . وقد ظهر نفس مشهد التضخم ثم الانهيار فى انهيار شركات التكنولوجيا فى عام ٢٠٠٠ ؛ حيث هبط مؤشر ناسداك NASDAQ إلى ما يزيد عن ٧٥٪ من أعلى ارتفاع سجله .

ويمكننا الاستشهاد بعشرات من الأمثلة الإضافية لحالات الاضطراب والجنون فى الاستثمار وعمليات التصحيح المحتومة التى تبعت ذلك لنوضح إلى أى مدى يمكن أن يكون المستثمرون قصار النظر ويسهل خداعهم . يجب أن يشعر المستثمر بالشك دائماً عندما يقوم أحد الأشخاص بتبرير أحد الأسعار المرتفعة للغاية لأحد الأصول الخطرة بعبارة " الأمر يختلف هذه المرة " ، فهو لا يختلف أبداً . فى كل الاقتصاديات ، وكل الأسواق وخلال جميع الأوقات ، لا تختلف مبادئ تقييم الاستثمارات . وإذا اتبعت توصياتنا ، فلن تخضع للمبالغة غير المعقولة المرتبطة بهوس وجنون الاستثمار .

وتتداخل المبادئ التى تشكل الأساس لنظرية التمويل وتتحد مع العناصر والأعمدة الأساسية لعملية توقع مقدار العائد والتوقيت والمخاطر . وتتمثل المبادئ العشرة فيما يلى :

١. تتطلب العوائد المرتفعة خوض المزيد من المخاطر

٢. أسواق رأس المال ذات الكفاءة من الصعب التغلب عليها

٣. المستثمرون الأذكياء يتجنبون المخاطر

٤. قوى العرض والطلب هى التى توجه أسعار الأسهم على المدى القصير

٥. عند تحليل العوائد ، لا تكون المتوسطات البسيطة بسيطة بشكل دائم

٦. تعتبر تكاليف العمليات والضرائب والتضخم أعداءك

٧. يوجد ارتباط وثيق الصلة بين الوقت وقيمة النقود

٨. يعتبر توزيع الأصول أحد القرارات المهمة جداً

٩. سوف يساعد تنويع الأصول على التقليل والحد من المخاطر

١٠. يجب استخدام أحد نماذج تسعير الأصول لتقييم استثماراتك

نظرة شاملة على الكتاب

فى الفصل الثانى ، نقوم بمراجعة مبادئ التمويل العشرة ونضع حجر الأساس لكل ما هو آت . عند وصف كل مبدأ أساسى ، نقوم أيضًا بوضع توصية بكيفية استخدامه فى اتخاذ قرارات استثمار أفضل . وتتراوح تلك المبادئ من اقتراحات عامة مثل الحد من تكاليف التعاملات إلى مفاهيم قد تكون جديدة بالنسبة للأنواع غير المرتبطة بالتمويل مثل فهم واستخدام أحد نماذج التسعير فى تقييم أحد الأسهم .

وفى الفصل الثالث نقدم تعريفات مرتبطة بالتقييم مع وصف وشرح لعملية تقييم الأسهم وتعريف القارئ بطريقة التقييم باستخدام التدفقات النقدية المخصومة . وسوف نقوم بمناقشة الدور الذى لعبه جميع المستثمرين فى تضخيم فقاعة شركات التكنولوجيا . كما سنصف الأنواع المختلفة لأساليب ومناهج تقييم الأسهم ونتناول أهمية التوقعات وسلوك وتوصيات المحللين فى تحديد سعر أى سهم بالإضافة إلى التمييز بين سعر السهم وقيمته .

أما فى الفصل الرابع . فسوف نصف أسلوب التدفقات النقدية المخصومة . ونحن نتخذ شركة ميكروسوفت ـ وهى الشركة التى كان لها أكبر حصة سوقية فى العالم بنهاية عام ٢٠٠٢ ـ كأول مثال أساسى لنا

على التقييم . وفى الفصلين الخامس والسادس ، سوف نوضح لك كيفية تقييم الأسهم العادية لمعظم الشركات من خلال استخدام أرقام صغيرة ومدخلات للتدفقات النقدية وأسعار الفائدة . وتتمثل أهدافنا فى توضيح عملية التقييم وإزالة الغموض عنها وجعلها أسهل فى الفهم ولنوضح لك كيفية تحقيق أموال فى سوق الأسهم من خلال شراء أسهم منخفضة القيمة وبيع الأسهم مرتفعة القيمة .

كيف نقوم بذلك ؟ فى الفصل الخامس ، من خلال استخدام شركة سيسكو سيستمز كمثال ، نشرح الإجراءات والمقاييس الخاصة بالتدفقات النقدية التى تعد على قدر كبير من الأهمية ، وكيفية ارتباطها ببعضها ، وكيفية تأثيرها على قيمة أى سهم . وفى الفصل السادس ، سوف نلقى نظرة على الهيكل البسيط لرأس المال لشركة سيسكو ، وعلى الهيكل المعقد لرأس المال لشركة كونسولدايتد أديسون ، وكذلك سنتعرض لتأثير هيكل رأس المال لأى مؤسسة ومعدلات الفائدة على قيمة أسهمها . فإن هذا الكتاب يساعدك فى وضع القطع المختلفة للغز تقييم الأسهم بالطريقة الصحيحة لترى الصورة الكبيرة . إنه يجعل عالم وول ستريت الذى يبدو معقداً أكثر سهولة فى الفهم .

إذا كنت على معرفة بسوق الأسهم . فإن استخدام أسلوب التقييم القائم على القيمة الحالية للتدفقات النقدية سوف يكون سهل الفهم بالنسبة لك بعض الشىء . وسوف تتمكن أيضًا من فهم بعض المفاهيم والمبادئ التى كان يصعب عليك استيعابها فيما سبق . أما إذا كنت جديداً نسبياً على سوق الأسهم ولست على معرفة بالمفاهيم واللغة الخاصة بعملية الاستثمار (تم إدراج قاموس داخل هذا الكتاب) فقد يتوجب عليك قراءة أجزاء معينة أكثر من مرة لفهمها . إن هذا الكتاب يستحق استثمار وقتك فيه . وسوف يتحول هذا بسرعة إلى أرباح ومكاسب فى عملية الاستثمار .

يتمثل أسلوب تقييم الأسهم الذى نفضله ونستخدمه فى الكتاب ككل فى أسلوب التدفقات النقدية المخصومة . ويعتبر هذا الأسلوب وسيلة يستخدمها المستثمرون والتجار فى تقييم كل أنواع الأدوات المالية مثل السندات الحكومية الأمريكية . والأسهم المميزة . والسندات الصادرة عن الشركات . والأوراق المالية المضمونة برهن . ويستخدم رجال الاستثمار فى البنوك نماذج التدفقات النقدية المخصومة فى تقييم عمليات الاندماج

والاستحواذ وعمليات شراء المديرين لحصة مسيطرة فى شركاتهم بأموال مقترضة والإصدارات الأولية للأسهم . كما تستخدم المؤسسات المحلية والعالمية أساليب التدفقات النقدية المخصومة لتحليل ميزانية رأس المال وقرارات الاستثمار . كما أن مديرى الشركات الذين يقرأون هذا الكتاب سيفهمون على الفور مدى تأثير قرارات التشغيل والتمويل على سعر سهم الشركة الخاصة بهم . ويعتبر أسلوب التدفقات النقدية المخصومة هو أسلوب التقييم المفضل لدى كل من رجال البورصة المحنكين فى وول ستريت وصغار المستثمرين .

ويتكون أسلوب التدفقات النقدية المخصومة من أربع خطوات :

١. وضع مجموعة من التدفقات النقدية المستقبلية (معدلات العائد) لإحدى المؤسسات اعتماداً على التوقعات الخاصة بنمو الشركة ، وصافى هامش ربح التشغيل ، ومعدلات الضريبة على الدخل ، والاحتياجات الخاصة برأس المال الثابت والعامل .
٢. تقدير معدل خصم للشركة يأخذ فى الاعتبار التوقيت والمخاطر المتوقعة بالحصول على هذه التدفقات النقدية .
٣. خصم تقديرات التدفقات النقدية الناتجة وجمعها . وذلك لتحديد قيمة المشروع ككل .
٤. تخفيض قيمة المشروع بمقدار الديون والأسهم الميزة والمستحقات الأخرى على المؤسسة وقسمة هذا المبلغ على عدد الأسهم المتداولة . فهذا سوف يعطينا القيمة الحقيقية لكل سهم من الأسهم العادية للمؤسسة .

عندئذ نستطيع مقارنة القيمة الحقيقية بسعر السهم لتحديد الأسهم المقدرة بأقل من قيمتها أو تلك المقدرة بقيمة أكبر من قيمتها وأى الأسهم تشتريها أو تبيعها أو تحتفظ بها .

إذا كانت إجراءات التقييم تبدو معقدة . ثق تماماً فى أنها ليست كذلك . وسوف نوضح لك كيفية القيام بهذه الحسابات بطريقة سهلة باستخدام أسلوب الجمع والضرب والطرح والقسمة . إذا كان لديك جهاز

كمبيوتر ، يمكن استخدام أسلوب التقييم فى كتابة أو إعداد برنامج تقييم للأسهم على الجداول الإلكترونية . أما إذا كنت لا تريد إعداد برنامج على الجداول الإلكترونية ، فسوف نوضح لك كيفية استخدام برنامج ValuePro 2002 الذى قمنا بتطويره ونستخدمه فى الكتاب . وأخيراً ، فإننا نقدم خدمة تقييم الأسهم مجاناً عن طريق شبكة الإنترنت من خلال موقعنا التالى : www.valuepro.net / .

أما الفصل السابع فإنه يوجهك إلى المعلومات التى سوف تحتاجها لتقييم أحد الأسهم . لقد جاءت معظم المدخلات من التقارير السنوية وربع السنوية للشركة والتى يسهل الوصول إليها على شبكة الانترنت أو فى القوائم المالية المنشورة للشركة . ففى عالمنا اليوم الذى تنتشر فيه البيانات ، وتتدفق المعلومات المالية بسرعة ، تنشر معظم الشركات تقاريرها السنوية والربع سنوية والنشرات الخاصة بالأرباح على مواقعها على شبكة الانترنت . وتسمح هيئة الأوراق والأسواق المالية للمستخدمين بتحميل التقارير المالية للشركات المختلفة من خلال قاعدة بيانات EDGAR والمتاحة بنظام جمع المعلومات وتحليلها من خلال موقعها على شبكة الإنترنت : www.sec.gov/ .

يمكن الوصول إلى قدر كبير من المعلومات المالية الخاصة بالشركات من خلال شركات المعلومات مثل أمريكا أون لاين وميكروسوفت نت وورك . وتسمح هذه الشركات التى تتقاضى مصاريف شهرية من المشتركين بالدخول إلى بعض المواقع مجاناً والتى قد تكون مضطراً إلى دفع مقابل للدخول إليها من خلال مواقع أخرى . وتكون المعلومات الخاصة بالاستثمار متاحة أيضاً على شبكة الإنترنت من خلال المواقع الخاصة بالمعلومات المالية مثل مورنينج ستار ، هوفرز ، فاليو لاين . ذا موتلى فوول ، وول ستريت ريسرش نت ، وستاندارد آند بوور للخدمات المعلوماتية ، وتقدم بعض هذه المواقع خدماتها مجاناً وبعضها بأسعار مخفضة وتتضمن بعضها الاشتراك وسداد مصاريف شهرية .

وفى الفصل الثامن ، نقوم بتقييم أسهم أربع شركات ، ثلاث منها شركات مالية : مجموعة سيتى جروب والتى تعد أكبر تكتل مصرفى فى العالم . وشركة ميريل لينش وهى أحد بنوك الاستثمار الرئيسية . وأيضًا تعد شركة سمسرة فى الأوراق المالية . وشركة بيركشاير هاثواى التى

يتمثل نشاطها التجارى الأساسى فى التأمين على الملكية وضد الحوادث . كما نقوم بمناقشة أوجه التقييم المهمة بشكل خاص عند تقييم الشركات ذات الرافعة المالية الكبيرة فى صناعة التمويل ، كما نقوم أيضاً بتقييم صناديق استثمار العقارات ذات رؤوس الأموال الصغيرة . مثل صندوق استثمار واشنطن العقارى ونناقش التعديلات التى نقوم بها على التقييم باستخدام التدفقات النقدية المخصومة عند تقييم صناديق الاستثمار فى العقارات .

ويزودك الكتاب بالمفاهيم والمعلومات التى تحتاجها للشراء بسعر منخفض والبيع بسعر مرتفع . كما يعرفك بأسلوبنا فى تقييم الفرصة لممارسة لعبة التخمين والتوقع لترى مدى تأثير النمو أو الأرباح أو معدلات الفائدة على قيمة أى سهم .

إذن ما الخطأ الذى حدث بالضبط فى شركة LTCM ؟ يعتقد بعض خبراء السوق أن التوقعات والخطط التى قامت بها شركة LTCM كانت أكبر من قطاعات السوق التى كانت الشركة تلعب فيها . فى حين يعتقد آخرون أنها دخلت وضلت الطريق فى أنواع أصول لم تستطع فهمها . واعتمادًا على المعلومات المتاحة ، نعتقد أن استراتيجيتهم فى التغطية كانت شديدة التركيز . فقد كانت أصول الشركة متنوعة بشكل كبير ، فى حين أن عمليات التغطية لم تكن كذلك ـ وهذا تناقض خطير . ونحن نقوم بمناقشة أهمية التنويع فى المبدأ التاسع بالفصل الثانى من هذا الكتاب . فقد كانت العديد من عمليات التغطية لشركة LTCM تعتمد بطريقة ما على سندات الخزانة الأمريكية إما بصورة مباشرة من خلال العقود الآجلة ، أو بصورة غير مباشرة من خلال عقود المشتقات مثل عقود مبادلات سعر الفائدة .

وقد دفعت أزمة الديون الروسية التى حدثت فى منتصف عام ١٩٩٨ المستثمرين إلى الهروب إلى الجودة ، حيث قاموا ببيع الأصول ذات المخاطر واشتروا سندات حكومية أمريكية آمنة . فانخفضت العوائد على سندات الخزانة بشكل حاد ، وارتفعت أسعار السندات بشكل كبير ، وازدادت قيمة التزامات التغطية لشركة LTCM (ما تدين به) بدرجة كبيرة عن القيمة التى ازدادت بها أصولها (ما تملكه) . هذه التحركات

غير المتساوية وغير المتكافئة فى الأسعار لشركة LTCM ورافعتها المالية المرتفعة نتج عنها عدم توازن أو خلل بين الأصول والالتزامات ، مما أدى إلى محو رأس مال شركة LTCM ووضعها فى مكان يخل باتفاقات الإقراض - وهو وضع الإفلاس فى الحقيقة .

لم يستطع " روبرت ميرتون " و " مايرون شولز " إقناع شركائهم فى شركة LTCM بالتطبيق الحرفى لاستراتيجية إدارة المخاطر الحائزة على جائزة نوبل . ونتيجة لذلك ، انهارت شركة LTCM . وبالمثل ، تأثر العديد من المستثمرين الذين كانوا يملكون أسهم شركات الإنترنت فى نهاية فترة انهيار شركات التكنولوجيا الفائقة . فلو أنك كنت اتبعت النصيحة التى تضمنها هذا الكتاب ، لما اشتريت سهم شركة إنترنت كابيتال جروب بسعر ٢٠٠,٩٤ دولار ، أو سهم شركة جى دى إس يونيفيز بسعر ١٤٠,٥٠ دولار للسهم ، وكنت قد استطعت أن تحمى محفظتك من الزيادة غير المعقولة وتبتعد عن هذه الأدوات المالية التى أخفقت .

ملاحظات

١. صندوق التغطية هو شركة استثمار متطورة للغاية تقوم باقتراض الأموال وشراء الأصول المالية ، وفى نفس الوقت تقوم بتغطية المخاطر المرتبطة بامتلاك الأصول من خلال بيع التزامات تغطية مماثلة .

٢. هناك عدد كبير من الشركات لديها نوعان من الأسهم العادية . ويحظى أحد أنواع الأسهم عادة بحقوق تصويت مميزة عن النوع الآخر .

٣. انظر كتاب " بورتون مالكيل " A Random Walk Down Wall Street طبعة عام ١٩٩٩ صفحة ٣٥ .

٤. نفس المرجع السابق صفحة ٥١ .

الفصل ٢

المبادئ العشرة للتمويل وكيفية استخدامها

اعتقد المستثمرون فى أثناء الارتفاع الخادع لأسهم شركات التكنولوجيا فى التسعينات أن أسعار الأسهم تتحرك فقط لأعلى ، وأن مؤشر داو جونز سوف يقفز إلى ٣٦٠٠٠ نقطة . وقد اشترك المستثمرون فى نظرية الأكثر حماقة حيث قاموا بشراء سهم شركة إنترنت كابيتال جروب ICGE بسعر ٢٠٠,٩٤ دولار للسهم ، واعتقدوا أنهم سوف يبيعونه لأحد الأشخاص غداً بسعر ٢٢٥ دولارًا . ولم يفهم العديد من المستثمرين المخاطر أو العلاقة المتبادلة بين المخاطر والعائد المتوقع . كما أنهم لم يفهموا سرعة هبوط أسعار الأسهم كاستجابة للأخبار السيئة ، ومدى تأثير معدلات الفائدة والأرباح على قيم الأسهم .

ثم حدث الانهيار ، وانفجرت فقاعة شركات التكنولوجيا . وفى نهاية عام ٢٠٠٢ ، أغلق مؤشر ناسداك عند ١٣٣٥,٥١ نقطة ــ بانخفاض قدره ٧٥٪ عن أعلى ارتفاع له ، وكانت أسهم شركة ICGE يتم التعامل عليها بسعر ٠,٣٦ دولاراً للسهم . وقد بدا واضحاً أن المستثمرين فى حاجة ماسة

إلى أسلوب معقول ومدروس للاستثمار فى الأسهم . ويفى هذا الكتاب بمثل هذه الحاجة .

يقدم هذا الفصل المبادئ العشرة للتمويل والتى تمثل الأساس الحقيقى الفعال لعملية تقييم الأسهم . وستجد أن بعض المبادئ واضحة وبعضها غامض مثل أسواق رأس المال ذات الكفاءة ، وتعتمد تلك المبادئ على نتائج البحث العلمى والتجربة . قد تستخدم بعض الدراسات التى نتناولها مصطلحات غير مألوفة للقراء الذين ليس لديهم خبرة سابقة بمجال التمويل والإحصاء . لا تقلق ! عندما نقوم بوصف أحد المصطلحات أو المفاهيم أو المبادئ الجديدة ، سوف نستخدم أمثلة بسيطة لشرح أهميته . وإذا كانت أحد الأجزاء غير واضحة بدرجة كبيرة ، فمن فضلك أعد قراءتها . سوف تكون تلك الأجزاء جديرة بوقتك لأننا فى النهاية سوف نبين لك كيفية استخدام تلك المبادئ العشرة لزيادة ثروتك واتخاذ قرارات استثمار أفضل .

المبدأ رقم ١ : تتطلب العوائد المرتفعة خوض المزيد من المخاطر

العائد فى مقابل المخاطر

من المنطقى أن يفضل المستثمر العائد المرتفع لأى سهم عن العائد المنخفض ، ويفضل تحمل مخاطر أقل . ولكن للأسف ، لا يوجد شىء مجانى فى عالم المال . فإنه توجد علاقة متبادلة بين العوائد المرتفعة المتوقعة على أحد الاستثمارات ونسبة المخاطر . فالاستثمارات الآمنة لها عوائد منخفضة ، بينما تتطلب العوائد المرتفعة من المستثمرين خوض مخاطر كبيرة .

بعض التعريفات المرتبطة بالعائد والمخاطر

من المهم أن نتفق جميعاً على نفس المفاهيم . وذلك قبل مناقشة العوائد المتوقعة والمخاطر . فى هذا القسم ، سوف نقوم بتعريف بعض المصطلحات المهمة المرتبطة بحساب العوائد على أحد الأصول . ثم بعد ذلك نتناول المشكلة الشائكة الخاصة بفهم المخاطر .

تعريفات مرتبطة بالعائد :

العائد المتوقع على أحد الأصول الخطرة وهو معدل العائد الذى يتوقع المستثمر الحصول عليه على أحد الأصول خلال فترة معينة من الزمن . ويتكون العائد المتوقع من مدفوعات منتظمة تتعلق بالتدفقات النقدية مثل : توزيعات الأرباح على أحد الأسهم ، أو الفائدة على أحد السندات زائداً أو ناقصاً عن أية تغيرات فى سعر الأصل . عندما نقوم بمناقشة نموذج التسعير فى المبدأ رقم ١ ، سوف نصف كيفية تقدير العائد المتوقع على أحد الأصول الذى ينطوى على مخاطر باستخدام معادلة بسيطة .

العائد المتوقع على محفظة من الأصول الخطرة هو معدل العائد المتوقع على كل أصل ينطوى على مخاطر من أصول المحفظة مضروبًا فى وزنه فى المحفظة . ووزن المحفظة هو نسبة القيمة الكلية للمحفظة التى يتم استثمارها فى كل أصل من الأصول التى تنطوى على مخاطر .

العائد المتوقع على السوق هو معدل العائد الذى يتوقع المستثمر الحصول عليه من محفظة متنوعة من الأسهم العادية . وعادة ما يتم قياس العائد المتوقع على السوق من خلال متوسط العائد على سوق الأسهم . ويستخدم العديد من المستثمرين معدل العائد على مؤشر إس آند بى ٥٠٠ كمقياس لأداء السوق .

العائد على الأصل الخالى من المخاطر هو معدل العائد الذى يحصل عليه المستثمر من أحد الأصول الآمنة والخالية من مخاطر الائتمان . فمن المفترض أن الالتزامات الخاصة بوزارة الخزانة الأمريكية خالية من المخاطر لأنه يُعْتقد أن الحكومة الأمريكية دائمًا ما تفى بالتزاماتها المالية . ولكى تفى بهذه المدفوعات ؛ تحظى الحكومة بسلطات وقوة لا تحظى بها الشركات والأفراد ؛ حيث يمكن للحكومة اقتراض الأموال أو زيادة الضرائب ، أو طباعة المزيد من النقود . أما بالنسبة لحساب معدل العائد على الأصل الخالى من المخاطر ، فإننا نقوم باستخدام العائد الحالى على سندات وزارة الخزانة الأمريكية والمستحقة الدفع بعد عشر سنوات .

تعريفات مرتبطة بالمخاطر :

تعكس المخاطر الشك المرتبط بالعوائد المتوقعة لأحد الأصول . ويعد شراء أذون الخزانة استثمارًا منخفض المخاطر . فسوف تكون واثقاً من أنك سوف تحصل على أموالك بالإضافة إلى الفوائد عند استحقاق أذون الخزانة . من

ناحية أخرى ، تعتبر مخاطر الاستثمار فى أحد أسهم شركات التكنولوجيا المتقلبة مرتفعة . حيث يعتمد العائد الفعلى الذى تحصل عليه على السعر المستقبلى لسهم الشركة . وغالباً ما يعتمد سعر السهم على حصول الشركة على موافقة الهيئة الأمريكية للرقابة على الأغذية والأدوية على أحد العقاقير الجديدة ، أو على مجموعة من الأحداث الأخرى غير المؤكدة . ويمكن أن تسير العديد من الأشياء فى الاتجاه الخاطئ وتضر بسعر السهم . أو قد يبتسم الحظ للمستثمرين ويتضاعف سعر السهم . وتعتبر المخاطر هى أحد أجزاء تحركات سعر الأصل الناتجة عن مفاجأة أو حدث غير متوقع . ويتم قياسها بمؤشر إحصائى يعرف بالانحراف المعيارى للعائد على أحد الأصول ، والذى سوف نناقشه فى السطور التالية . تنقسم مخاطر أحد الأسهم إلى فئتين : المخاطر غير النظامية Unsystematic Risks ، والمخاطر النظامية Systematic Risks .

المخاطر غير النظامية هى تلك المخاطر الناتجة عن الأحداث المفاجئة التى تؤثر فى شركة واحدة فقط ، مثل إحدى الممارسات المحاسبية غير السليمة، أو اكتشاف أحد العقاقير الجديدة ، أو انتهاء فترة براءة أحد الاختراعات ، أو يمكن أن تنتج عن حدث يؤثر فى مجموعة صغيرة من الشركات مثل إضراب عمال الحديد . وتعتبر المخاطر غير النظامية قاصرة على أحد الأسهم أو الصناعات . ويمكن الحد من آثار المخاطر غير النظامية لأى مستثمر بدرجة كبيرة من خلال التنويع السليم للأصول فى المحفظة .

المخاطر النظامية هى تلك المخاطر الناتجة عن أحد الأحداث المفاجئة التى تصيب أو تؤثر فى الاقتصاد ككل ؛ حيث تؤثر فى كل الأصول بدرجة معينة ، وذلك مثل الزيادة فى معدلات الفائدة ، أو وقوع إحدى الهجمات الإرهابية ، أو إعلان الحرب . ولا يمكن الحد من مستوى المخاطر النظامية للأصول من خلال التنويع .

ولا يقوم سوق الأسهم بمكافأة المستثمرين بعائد مرتفع مقابل قبول خوض مخاطر غير نظامية كبيرة لأنه يمكن تقليلها أو التخلص منها من خلال التنويع السليم . وفى أسلوب التقييم الذى سوف نستخدمه ، يعتمد العائد المتوقع لأى سهم على المخاطر النظامية فقط .

مُعامِل بيتا هو مقياس للمخاطر النظامية لأحد الأصول . وبالنسبة لسوق المال الأمريكية بصفة عامة ، ووفقاً لمؤشر إس آند بى ٥٠٠ يبلغ معامل بيتا ١,٠ . كما أن معامل بيتا لأى سهم له نفس تحركات السعر فى السوق هو ١,٠ . ويكون معامل بيتا للسهم الذى يتحرك سعره بمعدل أكبر من متوسط تحركات الأسعار الخاصة بمؤشر إس آند بى ٥٠٠ مثل أسهم شركات التكنولوجيا ، أو أسهم شركات الإنترنت ، أكبر من ١,٠ . أما السهم الذى له تحركات سعر أقل من المتوسط ، مثل أسهم مؤسسات الخدمة العامة ، فله معامل بيتا أقل من ١,٠ .

علاوة مخاطر السوق تساوى العائد المتوقع على سوق الأسهم ـ العائد المتوقع على مؤشر إس آند بى ٥٠٠ ـ مطروحًا منه معدل العائد على الأصل الخالى من المخاطر ، وهى تقيس العائد المتزايد الذى تتوقع الحصول عليه عند شرائك أحد الأسهم ذات المخاطر المتوسطة . لنفترض أن سهم شركة ماكدونالدز له معامل بيتا يعادل معامل بيتا للسوق وقدره ١,٠ . فإذا كان المستثمرون يتوقعون عائداً قدره ٨٪ على سهم شركة ماكدونالدز ، بينما يبلغ العائد المستحق على سندات الخزانة الأمريكية استحقاق ١٠ سنوات ٥٪ ، فإن علاوة مخاطر السوق هى ٣٪ . وتزداد علاوة مخاطر السوق عندما يصبح المستثمرون أكثر تجنباً للمخاطر ، وتنخفض عندما يصبح المستثمرون أقل تجنبا للمخاطر .

الإنحراف المعيارى للعائد : تقاس المخاطر الكلية لأى أصل مالى بالتغير فى عوائد هذا الأصل . والانحراف المعيارى هو المقياس الإحصائى الذى يستخدم لقياس مدى قرب أو بعد عوائد السهم فى تجمعها حول المتوسط . ووجود انحراف معيارى مرتفع يعنى تقلبات شديدة أكثر ومخاطر أكبر .

وعلى الرغم من أن المصطلح يبدو مخيفاً ، فإن الانحراف المعيارى ليس من الصعب حسابه . نحن نقيس الانحراف المعيارى لمجموعة من العوائد عن طريق أخذ كل عائد موضع الدراسة وطرح العائد المتوسط ، وعمل مربع للفرق الناتج ، ثم جمع تلك المربعات . وهذا يعطينا مجموع المربعات . ثم بعد ذلك نقوم بقسمة مجموع المربعات على عدد العوائد ثم نطرح منه ١ (واحد) . وتكون النتيجة هى معدل الانحراف . فى النهاية نأخذ الجذر التربيعى لهذا الاختلاف أو الانحراف للحصول على الانحراف المعيارى للعوائد . وفى حين أن هذا يبدو معقدًا فى تفسيره ، فإنه من السهل

حساب باستخدام أى من البرامج الحسابية مثل برنامج Excel أو باستخدام آلة حاسبه بها الوظائف أو العمليات المالية . علاوة على ذلك ، فإن تفسير الانحراف المعيارى أكثر بساطة من حسابه .

ولننظر سويًا إلى المثال التالى : لنفترض أن سهم شركة ABC يحقق العوائد الموضحة فى العمود الثانى من الجدول (٢ ـ ١) خلال أربع سنوات .

الجدول(٢ـ١) الانحراف المعيارى لعائد سهم شركة ABC .

السنة	العائد المحقق	متوسط العائد	انحراف العائد	مربع الانحراف
١	٩,٠٠ ٪	١٠,٥٠ ٪	- ١,٥٠ ٪	٠,٠٠٠٢٢٥
٢	١٥,٠٠ ٪	١٠,٥٠ ٪	٤,٥٠ ٪	٠,٠٠٢٠٢٥
٣	- ٣,٠٠ ٪	١٠,٥٠ ٪	- ١٣,٥٠ ٪	٠,٠١٨٢٢٥
٤	٢١,٠٠ ٪	١٠,٥٠ ٪	١٠,٥٠ ٪	٠,٠١١٠٢٥
الإجمالى	٤٢,٠٠ ٪		٠,٠٠ ٪	٠,٠٣١٥

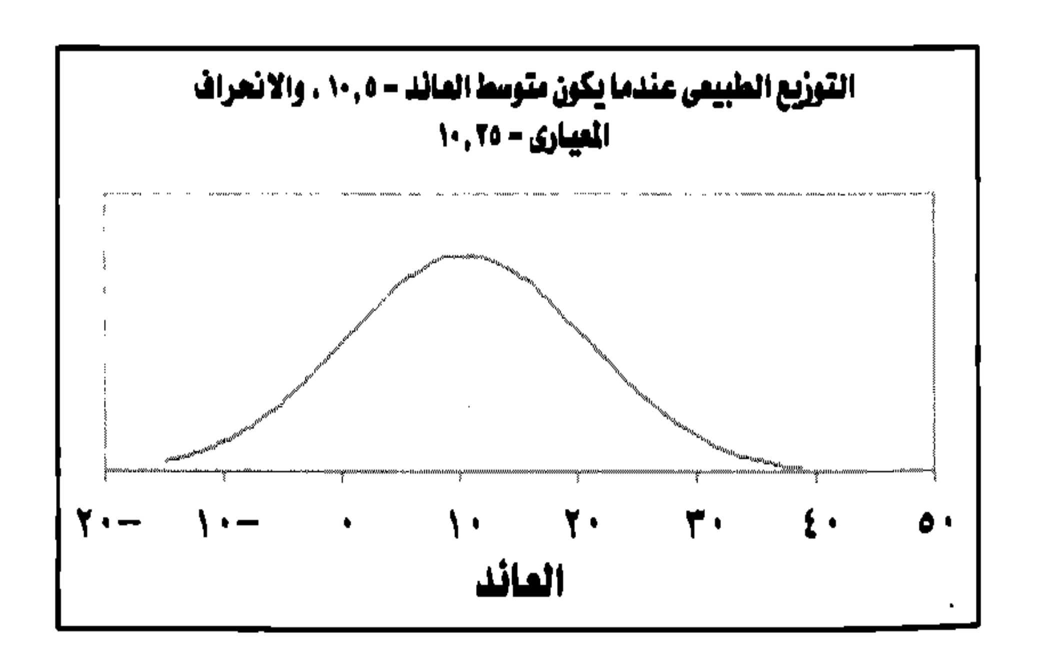
إن متوسط العائد السنوى على مدى السنوات الأربعة هو ١٠,٥٪ كما هو موضح فى العمود الثالث . ودائمًا ما يكون مجموع الانحرافات حول المتوسط يساوى صفرًا كما هو موضح فى نهاية العمود الرابع . مجموع مربعات الانحرسافات مقسوماً على عدد العوائد مطروحاً منه واحد ينتج لدينا معدل اختلاف أو تباين العوائد ــ فى هذه الحالة يساوى [٠,٣١٥ ÷ (٤ ـ ١)] = ٠,١٠٥ ، بعد ذلك نأتى بالجذر التربيعى لهذا الرقم ، وهكذا يصبح لدينا معدل الانحراف المعيارى الخاص بهذا السهم ، مثال : $\sqrt{٠,٠١٠٥}$ = ١٠,٢٥ ٪ .

وهكذا يوضح لنا الانحراف المعيارى متوسط نسبة العوائد الخاصة بأى سهم . ويعنى وجود انحراف معيارى مرتفع وجود توزيع كبير للعوائد ومخاطر مرتفعة ، أى أن العائد الفعلى قد لا يساوى العائد المتوقع . ففى علم التمويل وعلم الاقتصاد ، تحظى المخاطر بجوانب إيجابية وسلبية .

التوزيع الطبيعى : قد تذكر المنحنى المتدرج الذى درسته فى المدرسة الثانوية . يطلق على هذا المنحنى منحنى الجرس ، وهو مثال تقليدى

للتوزيع الطبيعى . تفترض معظم النظريات المتعلقة بتسعير الأصول الطبيعية أن توزيع عوائد أحد الأصول يتبع التوزيع الطبيعى أو العادى . ويأخذ التوزيع الطبيعى منحنى يشبه شكل الجرس . ويتحدد شكل المنحنى من خلال اثنين من المتغيرات . متوسط عدد الأسهم أو العوائد والانحراف المعيارى الخاص بها منها .

فى أى توزيع طبيعى نجد أن ثلثى عدد الأسهم سيزيد أو يقل عن متوسط عدد وقيمة الأسهم بمقدار قيمة انحراف معيارى واحد فقط ، وبنسبة ٩٥٪ منها فى معدل زائد أو ناقص ٢ من متوسط الانحراف المعيارى . وفى حالة سهم شركة ABC ، يبلغ متوسط العائد ١٠,٥ ٪ بينما تكون نسبة الانحراف المعيارى ١٠,٢٥٪ . وهكذا نتوقع أن يقع ثلثى الحالات أو الأسهم فى مجال يزيد أو ينقص عن متوسط العائد الذى يبلغ ١٠,٥ ٪ فيما فوق ، أو ١٠,٢٥ ٪ فيما أقل - أو يتراوح بين نسبة ٢٠,٧٥ ٪ إلى ٠,٢٥ ٪ كما أننا نتوقع أيضًا أن يقع ٩٥٪ من عدد الأسهم فى مدى يقل أو يزيد عن ١٠,٥ ٪ بمقدار (٢ × ١٠,٢٥ ٪) أو أن المدى سيتراوح بين ٣١ ٪ إلى ١٠ ٪ .



الرسم ٢-١ التوزيع الطبيعى

إذا كان التوزيع الطبيعى لعوائد شركة ABC طبيعيًا ، فإنه سوف يظهر كما هو مبين بالرسم (٢ - ١) .

تهانينا ! إذا كنت قد قرأت معنا هذا الشرح المبسط للتباين والانحراف المعيارى وفهمته ، فإنك بذلك تكون قد تجاوزت أكثر الأجزاء صعوبة فى هذا الكتاب . وتعد هذه المفاهيم للتمويل الحديث بمثابة قوانين نيوتن للحركة فى علم الفيزياء ـ كلاهما أسس نظرية مهمة لفهم بعض الأمور الصعبة . والآن لنقم بعرض إحدى الدراسات التى ناقشت العلاقة بين معدل العائد المتوقع لأحد الأصول ومخاطر الحصول على هذا العائد .

دراسة العالمين إبستون وسنكيوفيلد

قام الأستاذان روجر إبستون ، وريكس سنكيوفيلد[١] بحساب المعدلات السنوية التاريخية وتوزيعات العوائد من عام ١٩٢٥ وحتى ٢٠٠١ على الأنواع التالية من الاستثمارات .

١. أذون الخزانة الأمريكية المستحقة على مدى ٣ أشهر
٢. سندات الحكومة الأمريكية التى يبلغ متوسط استحقاقها ٢٠ عامًا
٣. السندات الصادرة عن الشركات عالية الجودة ويبلغ متوسط استحقاقها ٢٠ عامًا

الجدول ٢-٢ دراسة إبستون وسنكيوفيلد

نوع الأصل	العائد السنوى المركب	المتوسط البسيط للعائد السنوى	الانحراف المعيارى للعائد
التضخم	–	٪ ٣,١٠	–
أذونات الخزانة الأمريكية	٪ ٣,٨٠	٪ ٣,٩٠	٪ ٣,٢٠
سندات الخزانة الأمريكية	٪ ٥,٣٠	٪ ٥,٧٠	٪ ٩,٤٠
السندات الصادرة عن الشركات	٪ ٥,٨٠	٪ ٦,١٠	٪ ٨,٦٠
أسهم الشركات الكبيرة	٪ ١٠,٧٠	٪ ١٢,٧٠	٪ ٢٠,٢٠
أسهم الشركات الصغيرة	٪ ١٢,٥٠	٪ ١٧,٣٠	٪ ٣٣,٢٠

٤. الأسهم العادية للشركات الكبيرة ويمثلها عدد ٥٠٠ من الشركات الكبرى في الولايات المتحدة

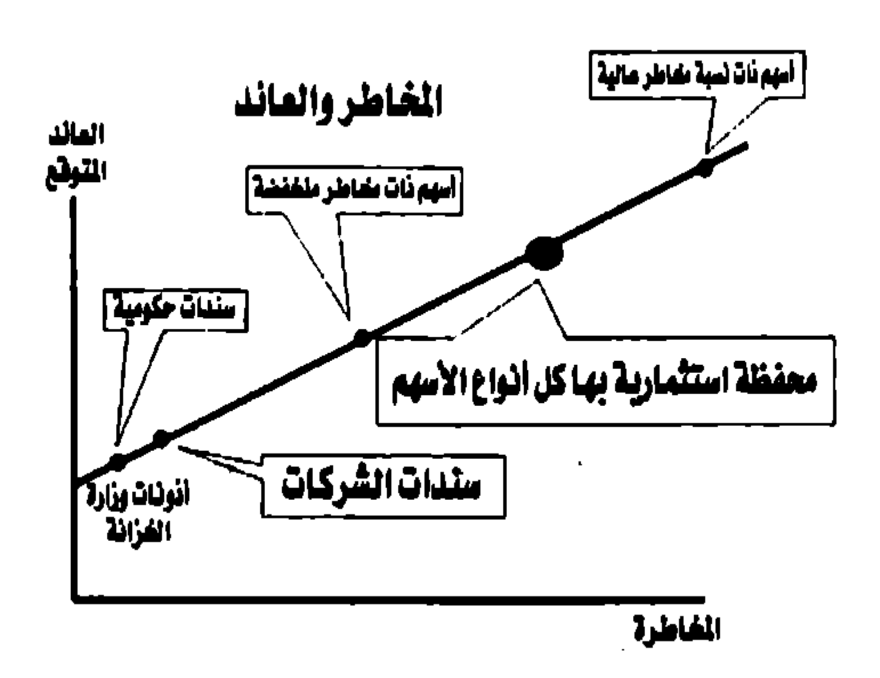
٥. الأسهم العادية للشركات ذات رأس المال الصغير ، وتمثلها أقل من ٢٠٪ من الشركات المدرجة في بورصة نيويورك

تعد نتائج الدراسة على قدر كبير من الأهمية وتظهر وجود علاقة مباشرة بين العائد المتوقع لأى أصل مالى والمخاطر المرتبطة بالحصول على هذا العائد . ويقدم الجدول (٢ - ٢) ملخص البيانات الخاصة بالعوائد على هذه الأنواع الخمسة من الأصول . كما يقدم حساب متوسط العائد على أساس المتوسط المركب والمتوسط البسيط ، وسوف نتناول الفرق بينهما فى المبدأ رقم ٥ . ويتم قياس المخاطر من خلال الانحراف المعيارى للعوائد .

وتبين الدراسة وجود علاقة مباشرة بين العائد والمخاطر . فمثلاً يحظى الاستثمار فى أحد أذون الخزانة الأمريكية التى ليس لها مخاطر وتحظى بتقلبات طفيفة فى السعر بمتوسط عائد متوقع منخفض (٣,٨٪) أقل من متوسط عائد سهم إحدى الشركات الكبيرة (١٠,٧٪) . كما أن أذون الخزانة لها نسبة مخاطر منخفضة ٣,٢٪ مقارنة بمحفظة مكونة من أسهم الشركات الكبيرة لها انحراف معيارى يبلغ ٢٠,٢ ٪ . يمكن أن تتأرجح العوائد على الأسهم الفردية بشدة أكبر من عوائد المحافظ الموضحة فى الجدول (٢ - ٢) . على سبيل المثال ، أوضحنا كيف أن سعر سهم شركة إنترنت كابيتال جروب هبط من ٢٠٠,٩٤ دولار للسهم إلى ٠,٣٦ دولارًا للسهم خلال فترة وجيزة ، وكما هو موضح فى الرسم (٢ - ٢) - فى المتوسط - فإن الاستثمار فى الأسهم العادية وقبول المخاطر قد عمل على زيادة العوائد بشكل كبير .

عندما نفكر فى المخاطر ، يركز معظمنا فقط على النتائج السلبية - فقدان إحدى الوظائف ، أو كسر ساق فى أثناء التزحلق على الجليد ، أو الإصابة بجرح نتيجة الجرى مع الثيران فى مدينة بامبلونا شمال أسبانيا ! أما فى علم الاقتصاد والتمويل ، فإن المخاطر تقاس من خلال توقع كل من النتائج السلبية والإيجابية . وكما شرحنا ، فإننا نقوم بحساب مخاطر أى استثمار من خلال قياس الانحراف المعيارى له . ولا يتغير

مقياس المخاطر إذا تجاوز العائد المتوقع متوسط العائد بنسبة ١٠٪ أو قل عنه بنفس النسبة .



الرسم ٢ ـ ٢ علاقة المخاطر بالعائد المتوقع

العائد مقابل المخاطر : توصياتنا

عند اتخاذ قرار يتعلق بشراء أو بيع أحد الأسهم ، فإننا نقوم بتقييم ما إذا كانت احتمالات المفاجآت الإيجابية أو السلبية متساوية أو ما إذا كانت تلك الاحتمالات تميل إلى اتجاه معين . وبمرور الوقت ، يكون هناك اتجاه نحو قيام عائد ومخاطر الأسواق بالتحرك والعودة إلى المعدلات المتوسطة ، وهو مفهوم يعرف بالعودة إلى المعدل المتوسط .

على سبيل المثال ، كانت العوائد على مؤشر إس آند بى ٥٠٠ خلال الفترة من عام ١٩٩٥ إلى عام ١٩٩٩ كالتالي: ٣٧,٤ ٪ ، ٢٣,١ ٪ ، ٣٣,٣ ٪ ، ٢٨,٦ ٪ ، ٢١ ٪ على التوالى . كان متوسط العائد السنوى على مدار فترة الخمس سنوات هو ٢٨,٧ ٪ أى أن تلك كانت أفضل خمس سنوات فى تاريخ سوق الأسهم ! ومع ذلك ، كان متوسط العائد السنوى بالنسبة لأسهم الشركات الكبيرة على المدى الطويل ، وكما ترى من الجدول (٢ ـ ٢) حوالى ١٢٪ . يؤكد مفهوم العودة إلى المتوسط أن حركة

سوق الأسهم فى أواخر التسعينات كان من المحال أن تستمر إلى ما لا نهاية، وأن العوائد المتدنية والسلبية كانت تلوح فى الأفق لتعمل على عودة أسعار الأسهم إلى مستواها الطبيعى بمرور الوقت .

عندما تكون أسعار الأسهم منخفضة نسبيًا عند قياسها بطريقة نسبة السعر إلى المبيعات ، أو السعر بالنسبة للقيمة الدفترية أو السعر بالنسبة لنسب الأرباح ، يصبح احتمال تحقيق عائد مرتفع على الأسهم قوياً ؛ لذا ينادى الجميع بالشراء ، وبالتالى نقوم بالشراء . وعلى العكس ، عندما يزداد السعر إلى القيم الدفترية ويصل إلى معدلات غير معقولة ، فإننا نقوم ببيع تلك الأسهم التى تحمل قيمة أعلى من قيمتها ، ونقوم بالاستثمار فى السندات الآمنة . على سبيل المثال : خلال فترة أواخر التسعينات، كانت أسعار أسهم شركات التكنولوجيا عند مستويات أعلى بكثير مما يمكن أن تدعمه أرباح هذه الشركات . ظهرت مخاطر هبوط أسهم التكنولوجيا أكبر بكثير من احتمالات الارتفاع . ونتيجة لذلك ، قمنا بالحد من عمليات الشراء بقدر الإمكان . وبالمثل ، فى نهاية عام ٢٠٠٢ ، مع تباطؤ الاقتصاد وهبوط أسعار العديد من السلع ، كان الاهتمام والخوف الرئيسى بين المستثمرين هو توقع الانكماش . وكان معدل العائد على سندات الخزانة الأمريكية استحقاق ١٠ سنوات يبلغ ٣,٨٢ ٪ وهو انخفاض لم يحدث منذ ٤٠ عامًا ، ولم يكن الوقت مناسبًا لشراء سندات طويلة الأجل . وبسبب تلك العوائد المنخفضة ، كنا نتعامل بشكل طفيف فى سوق السندات .

كن مستعدًا لتحمل أى مخاطر إضافية لتحقيق عوائد متزايدة ، ولكن أولاً تأكد أن الاحتمالات فى صالحك . ويعد هذا جزءًا من قرار تخصيص الأصول أو توزيعها والذى سوف نناقشه فى المبدأ الثامن .

المبدأ رقم ٢ : الأسواق المالية ذات الكفاءة لا يمكن التغلب عليها

أسواق المال ذات الكفاءة

وفقًا لنظريات الاقتصاد الخاصة بأسواق المال ذات الكفاءة ، يكون سوق الأسهم ذا كفاءة بشكل كبير عندما تعكس الأسعار الحالية للأسهم كل المعلومات المتاحة ، وتستجيب أسعار الأسهم تمامًا وبطريقة صحيحة ؛

وعلى الفور تقريبًا لتعكس المعلومات الجديدة . هل يبدو هذا مثالياً بصورة تزيد عن المعقول ؟

إذا كان سوق الأسهم كفئًا ، قد يكون من غير المفيد تحليل أنماط أسعار الأسهم فى الماضى وحجم التعامل للتنبؤ بالأسعار المستقبلية ـ وهو ما يفعله فنيو السوق من خلال التحليل الفنى . كما أنه أيضًا من غير المفيد تحليل الاقتصاد والصناعات والشركات ودراسة القوائم المالية فى محاولة للعثور على الأسهم المقومة بأقل أو بأكبر من قيمتها ، وهو ما يقوم به معظم المحللين فى التحليل الأساسى .

ويعتقد العديد من المتخصصين فى مجال الاستثمار فى بورصة وول ستريت أن مفهوم أسواق رأس المال ذات الكفاءة هو مجرد تأمل بعض الأكاديميين الذين يعيشون فى أبراج عاجية ، وأن النظرية لا تصف على نحو سليم واقع سوق الأسهم . ولا يتفق العديد من الأكاديميين مع هذا ، ويشيرون إلى دراسات تؤيد وجود فكرة سوق الأسهم ذات الكفاءة . والأخبار الطيبة بالنسبة للمتخصصين فى وول ستريت هى وجود تصدعات خطيرة فى درع مؤيدى نظرية أسواق المال ذات الكفاءة .

تشكل نظرية أسواق المال ذات الكفاءة ، وكذلك فرضية التحرك العشوائى لأسعار الأسهم ، ونموذج تسعير الأصول حجر الأساس لنظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة . ولقد وضع أساتذة كلية الاقتصاد بجامعة شيكاغو ـ وخاصة " د . إيجوين إف . فاما " ـ تعريفاً لمفهوم سوق المال ذات الكفاءة .

وببساطة يقول التعريف إن سوق المال ذات الكفاءة هى السوق التى تتعامل بكفاءة مع المعلومات بحيث تعكس أسعار الأوراق المالية تمامًا المعلومات المتاحة ، وتعتمد على تقييم دقيق لكل المعلومات المتاحة .

أما التحرك العشوائى فنعنى به تحرك سعر أحد الأسهم ، بحيث لا يمكن التنبؤ بالاتجاه المستقبلى له (لأعلى أو لأسفل) فقط على أساس تحركاته فى الماضى . وفيما يتعلق بسوق الأسهم ، يعنى التحرك العشوائى أنه من المستحيل التنبؤ بالتغيرات قصيرة الأجل فى أسعار الأسهم من خلال النظر إلى أنماط الأسعار وحجم التعامل فى الماضى . وباختصار ، تترابط التغيرات المتلاحقة للأسعار وتعتمد على بعضها البعض ، لذلك نجد أن أفضل تقدير لسعر السهم غدًا هو سعر السهم اليوم . وعلى المدى

البعيد ، وجد الباحثون أن معظم أسعار الأسهم تتحرك في ترادف مع نمو الأرباح وتوزيعات الأسهم على المدى البعيد . وبعد إجراء التعديلات مع هذا الاتجاه من النمو ، تؤكد نظرية التحرك العشوائي أن طرق وخط سير أسعار الأسهم هي في الواقع شيء عشوائي .

ويعتبر نموذج تسعير الأصول أحد النظريات التي تدور حول تسعير الأصول والتباين في ضوء العلاقة بين مخاطر الأصل والعوائد المتوقعة المرتبطة بهذا الأصل . وهناك نوعان من المخاطر المرتبطة بأحد الأسهم في نموذج تسعير الأصول : المخاطر غير النظامية ـ أو المخاطر المرتبطة بالشركة خاصة ـ ومخاطر السوق أو المخاطر النظامية والتي تقاس بمعامل بيتا الخاص بالشركة . (سوف نقوم بمناقشة نموذج تسعير الأصول ومعامل بيتا بتفاصيل أكثر في نهاية هذا الفصل وفي الفصل السادس) .

تعتمد مئات رسائل الدكتوراة والدراسات الأكاديمية على الدراسات المتنوعة للأحداث[٢] التي تقيس مدى صحة مفهوم كفاءة سوق المال . لقد صممت هذه الدراسات لإيجاد الاستثناءات أو الانحرافات المرتبطة بهذه النظرية . وكان هدف العديد من الدراسات هو إيجاد استراتيجية استثمار أو قاعدة تعامل تحقق باستمرار عوائد استثمار مرتفعة سريعة مع تفادي المخاطر بدلاً من العوائد المرتبطة باستراتيجية الشراء بغرض الاحتفاظ بالأسهم والاستفادة منها على المدى الطويل .

وقد وجدت بعض الدراسات أن هناك قواعد تعامل معينة حققت عوائد أعلى من استراتيجية الشراء بغرض الاحتفاظ بالأسهم . ولكن عند وضع تكاليف التعامل في الحسبان اختفت العوائد الإضافية . ولكن وجدت دراسات أخرى أن أسلوب استثمار معين (تأثير شهر يناير ، أسهم الشركات الصغيرة ، استراتيجية الأسهم العشرة في مؤشر داو جونز والمسماة Dogs of The Dow) كانت فعالة ومربحة لفترة من الوقت وحققت عوائد إضافية . ومع ذلك ، بمجرد أن يتم تعلم ومعرفة الاستراتيجية من قبل العامة ، تختفي العوائد الإضافية بسبب قيام الكثيرين من المستثمرين بنفس اللعبة . وقد أظهرت الغالبية العظمى من الدراسات أن المعلومات الجديدة سرعان ما تصبح معروفة داخل سوق الأسهم وأن العوائد الإضافية المرتبطة بالاستراتيجيات القائمة على اختيار أنواع معينة من الأسهم يتم موازنتها . وفي المعتقدات التقليدية للسوق ،

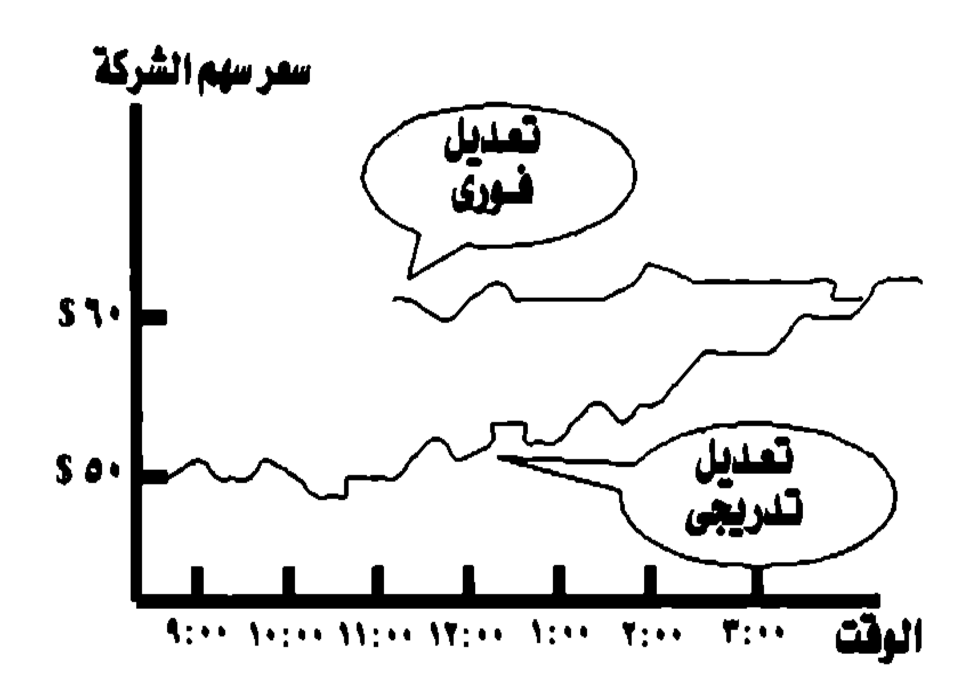
يوجد دليل من التجربة على أن سوق الأسهم كفء إلى حد ما ، أو على الأقل شبه كفء .

وتؤكد الدراسات الخاصة بسلوك المستثمرين وهيكل أسواق رأس المال على صحة نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة ونظرية كفاءة أسواق المال . فمن المفترض أن المستثمرين عقلانيون ويقومون بعمل الحسابات ، ولديهم اعتقادات متماثلة وتوقعات عن كيفية عمل الأسواق ، ولديهم إمكانية متساوية للوصول إلى المعلومات الجديدة . ومن المفترض أيضًا أن يكون كل المستثمرين أذكياء وعلى دراية بأن الأسعار التى قاموا بوضعها اعتمادا على المعلومات الجديدة هى أسعار صحيحة (متوازنة) . هل هذه الفكرة واقعية إلى حدٍ ما ؟

إذا كان سوق الأسهم كفئاً بشكل حقيقى ، سوف تستجيب أسعار الأسهم بسرعة للمعلومات الجديدة . لنفترض أنه فى الحادية عشرة صباحًا قامت إحدى الشركات بنشر أخبار تتعلق بأرباح إيجابية والتى يجب أن تزيد من قيمة سهمها بمقدار من ١٠ دولارات إلى ٦٠ دولارًا للسهم . إذا كانت نظرية أسواق رأس المال الكفء قائمة ، فإننا سوف نتوقع نوعًا من رد فعل السعر الموضح فى الرسم (٢ ـ ٣) كمثال للتعديل الفورى . وإذا لم تكن الأسواق ذات كفاءة ، فقد نتوقع قيام الأسواق بتعديل أوضاعها استناداً إلى المعلومات الجديدة بمرور الوقت كما هو موضح من خلال مثال التعديل التدريجى .

دراسة سلوك مستثمرى سوق الأوراق المالية

فى السنوات الأخيرة ، قام الأكاديميون بمواجهة الافتراضات التى تدعم النظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية ، هؤلاء الأكاديميون متخصصون فى علم دراسة سلوك سوق الأوراق المالية ، وهو أحد فروع الاقتصاد التى تدرس اتخاذ القرار عند الإنسان والأنماط السلوكية ، وذلك فى ضوء نظريات علم الاجتماع وعلم النفس . وتفترض النظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية عقلانية وذكاء المستثمرين الذين يركزون فقط على أسعار الأسهم . وعندما قام علماء النظرية السلوكية بإجراء دراساتهم تبين أن المستثمرين ليسوا كذلك على الإطلاق .



الرسم ٢-٢ كيفية تأقلم أسعار الأسهم مع المعلومات الجديدة

ولقد منحت جائزة نوبل في الاقتصاد لعام ٢٠٠٢ إلى العالمين المتخصصين في هذا المجال وهما الدكتور " دانيال كانيمان " وهو أستاذ علم النفس بجامعة برينستون ، والدكتور " فيرنون سميث " بجامعة جورج ماسون . قام الدكتور " كانيمان " بالتعاون مع الراحل الدكتور " آموس تيفرسكي " بتحدى افتراض أن المستهلكين عقلانيون ، وأن الأسواق تتصرف بعقلانية . لقد أثبت أن الأفراد يرتكبون أخطاءً في الحكم ، والتي يمكن التنبؤ بها بدقة . بينما قام " سميث " في أواخر الثمانينات بإجراء تجارب محاكاة لسوق الأسهم مع الطلاب ، وأظهر أن أسواق الأسهم لم تكن على درجة من الكفاءة . كما وجد أن الناس والأسواق أحيانًا ما يتصرفون بغير عقلانية . ألا يشبه هذا فقاعة شركات التكنولوجيا ؟

لقد قام مؤيدو مذهب دراسة السلوك المالي من الشباب ، وخاصة الأساتذة " ريتشارد ثيلر " ، و " روبرت شيلر " ، و " روبرت هوجان " بنشر دراسات وكتب[٣] تشكك في افتراضات سلوك المستثمر العاقل والتي تؤكد على أهمية أسواق المال ذات الكفاءة والنظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية . لقد وجدوا أن المستثمرين يكرهون الخسارة . وهو ما يؤدى

بهم إلى الاحتفاظ بالأسهم الخاسرة لفترة أطول مما يجب . كما وجدوا أيضا أن المستثمرين كثيرًا ما يتم إخبارهم بالمعلومات بطريقة غير سليمة ، ويميلون إلى الاستجابة الانفعالية أو البطيئة للمعلومات الجديدة ، وأن المستثمرين يحبون الأنماط (التحليل الفنى) ويميلون إلى البحث عنها حتى في الأماكن التى لا توجد فيها . كما وجدوا أيضا أن المستثمرين لديهم ثقة زائدة عن الحد في قدراتهم ، ويميلون إلى التفاؤل الزائد عن الحد . وتؤدى الثقة الزائدة بالمستثمرين إلى الاعتقاد بأنهم أكثر ذكاءً مما هم عليه ، ويدفعهم ذلك إلى الاستهانة بالمخاطر .

باختصار ، لقد وجدوا أن المستثمرين مجرد بشر يظهرون كل العيوب المرتبطة بالجنس البشرى . وأن المستثمرين ليسوا تلك الآلات الباردة العاقلة المنطقية التى من المفترض أنها متوافرة في النظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية .

الدراسة الخاصة بالدكتور " فاما " والدكتور " فرنش "

وعلى الرغم من ذلك ، فهناك مجموعة من الاختلافات المبشرة والواعدة . ولقد قمنا بتصميم برنامج الاستثمار الخاص بنا وفقاً لهذه الدراسة التى قام الدكتور " إيجوين إف . فاما " المؤيد الرئيسى لنظرية أسواق المال ذات الكفاءة ، والدكتور " كينيث آر . فرنش " بوضعها . وتلك الدراسة الرائعة[1] نشرت في عدد يونيه عام ١٩٩٢ من دورية " جورنال أوف فاينانس " والتى تعد من أكبر الدوريات العلمية في مجال الاقتصاد .

تقارن تلك الدراسة أداء محافظ أسهم ذات خصائص معينة متشابهة . على سبيل المثال ، قام " فاما " ، و " فرنش " بوضع مجموعات للأسهم وفقا لنسب القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية ، وقاما بدراسة أداء العائد بمرور الوقت . كما قاما أيضًا بتجميع الأسهم وفقًا لنسب الأرباح إلى السعر ، وكذلك وفقا لحجم الشركة في السوق .

وقد أظهرت الدراسة أن محافظ الأسهم ذات النسب العالية من القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية دائمًا ما يتجاوز أو يفوق أداؤها المحافظ ذات النسب المنخفضة . وقد وجدت الدراسة أيضًا أن محافظ الأسهم التى تحوى أسهماً تكون بها نسبة الأرباح إلى السعر مرتفعة دائماً ما يفوق

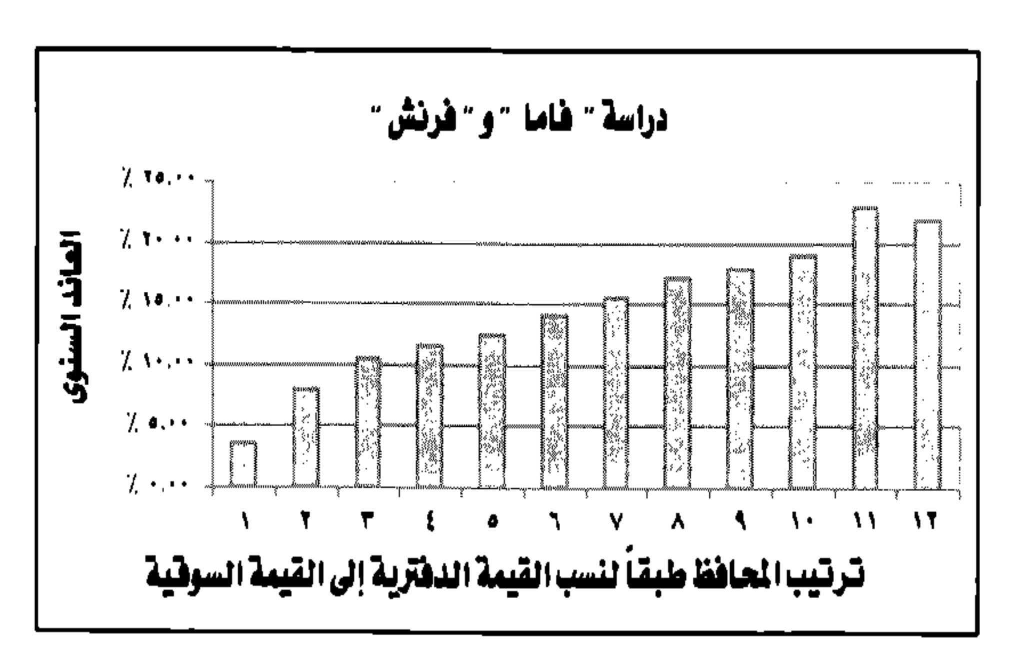
أداؤها محافظ الأسهم التى تحتوى على أسهم تكون بها نسبة الأرباح إلى السعر منخفضة . وأن أداء أسهم الشركات الصغيرة فى السوق يفوق أداء أسهم الشركات الكبيرة . وقد أدت هذه الدراسة إلى وضع نظرية أسواق المال ذات الكفاءة موضع شك ، وكانت نتيجة مزعجة لكل من الدكتورين " فاما " ، و " فرنش " .

تتناول دراسة " فاما " و " فرنش " العوائد الشهرية للأسهم خلال الفترة من يوليه عام ١٩٦٣ وحتى ديسمبر عام ١٩٩٠ وتتضمن كل الأسهم تقريبا التى تم التعامل عليها فى بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية وبورصة ناسداك . ولقد صُمم الجزء من الدراسة الخاص بمراجعة نسب القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية بحيث يتم فى بداية شهر يوليه من كل عام تقسيم الأسهم إلى عشر محافظ على أساس نسب القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية . وهكذا تتكون المحفظة رقم ١ من الأسهم ذات أقل نسب قيمة دفترية إلى قيمة سوقية ، وتتكون المحفظة ٢ ، ٣ ، ٤ ، ٠٠٠ من مجموعات الأسهم ذات نسب قيمة دفترية إلى قيمة سوقية متزايدة إلى أن نصل إلى المحفظة رقم ١٠ والتى تتكون من الأسهم صاحبة أعلى نسب قيمة دفترية إلى قيمة سوقية .

ويتم قياس العوائد الشهرية للمحافظ العشرة على مدار اثنى عشر شهراً . وفى شهر يوليه التالى ، يتم إعادة حساب نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لكل سهم ، كما يتم توزيع الأسهم على المحافظ العشرة على أساس نسب القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية الجديدة من أقل نسبة إلى أعلى نسبة . وهكذا قد تنتقل الأسهم من محفظة إلى أخرى . ويتم قياس عوائد المحافظ ثانية على مدار فترة الاثنى عشر شهراً التالية . ثم تحدث عملية حساب العائد والتصنيف ثانية ، وعلى مدار فترة الستة وعشرين عامًا ، مع حساب عائد متوسط لكل محفظة من المحافظ العشرة . ثم بعد ذلك يقوم الدكتوران " فاما " ، و " فريش " بتقسيم كل من المحفظتين الأولى والعاشرة إلى محفظتين لكل منهما ، وبذلك يكون لدينا محافظ مجموعها ١٢ محفظة . ويقدم الجدول (٢ ــ ٣) والرسم (٢ ـ ٤) ملخصا لما توصل إليه الباحثان :

الجدول ٢ـ٣ دراسة عائد الأسهم التى قام بها " فاما " ، و " فرنش " لعام ١٩٩٢ والتى ترتب المحافظ على أساس نسب القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية تصاعديًا

المحفظة	العائد الشهرى	العائد السنوى	متوسط عدد الأسهم	متوسط العائد المرجح	الاختلاف فى العائد
١ أ	٠,٣٠ ٪	٣,٦٠ ٪	٨٩	١٤,٩٩ ٪	- ١١,٣٩ ٪
١ ب	٠,٦٧ ٪	٨,٠٤ ٪	٩٨	١٤,٩٩ ٪	- ٦,٩٥ ٪
٢	٠,٨٧ ٪	١٠,٤٤ ٪	٢٠٩	١٤,٩٩ ٪	- ٤,٥٥ ٪
٣	٠,٩٧ ٪	١١,٦٤ ٪	٢٢٢	١٤,٩٩ ٪	- ٣,٣٥ ٪
٤	١,٠٤ ٪	١٢,٤٨ ٪	٢٢٦	١٤,٩٩ ٪	- ٢,٥١ ٪
٥	١,١٧ ٪	١٤,٠٤ ٪	٢٣٠	١٤,٩٩ ٪	- ٠,٩٥ ٪
٦	١,٣٠ ٪	١٥,٦٠ ٪	٢٣٥	١٤,٩٩ ٪	٠,٦١ ٪
٧	١,٤٤ ٪	١٧,٢٨ ٪	٢٣٧	١٤,٩٩ ٪	٢,٢٩ ٪
٨	١,٥٠ ٪	١٨,٠٠ ٪	٢٣٩	١٤,٩٩ ٪	٣,٠١ ٪
٩	١,٥٩ ٪	١٩,٠٨ ٪	٢٣٩	١٤,٩٩ ٪	٤,٠٩ ٪
١٠ أ	١,٩٢ ٪	٢٣,٠٤ ٪	١٢٠	١٤,٩٩ ٪	٨,٠٥ ٪
١٠ ب	١,٨٣ ٪	٢١,٩٦ ٪	١١٧	١٤,٩٩ ٪	٦,٩٧ ٪
			٢٢٦١		



الرسم ٢ـ٤ دراسة " فاما " و " فرنش "

وتبعث نتائج تلك الدراسة على الدهشة . حيث تتنبأ نظرية كفاءة سوق المال بأن عوائد كل محفظة يجب أن تكون مساوية لمتوسط عائد السهم فى العينة ، وهى ١٥٪ تقريباً . وهذا ما لا يحدث عندما يكون أساس تكوين المحافظ هو حجم نسب القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية . وعندما ننتقل من المحافظ ذات نسب قيمة دفترية إلى قيمة سوقية منخفضة إلى نسب أعلى نلاحظ وجود زيادة غير عادية فى العوائد الشهرية والسنوية . وعلى هذا كان يجب أن يكون عائد استراتيجية الاستثمار التى تشترى الأسهم ذات أعلى نسب قيمة دفترية إلى قيمة سوقية يتجاوز متوسط العائد السنوى (١٤,٩٩٪) للأسهم الـ ٢٢٦١ محل الدراسة بنسبة ٧٪ سنويًا تقريبًا . كما كان يجب أن يكون عائد تلك الاستراتيجية يتجاوز العائد المتوسط للأسهم فى المحفظة ذات أقل نسبة قيمة دفترية إلى قيمة سوقية بحوالى ٢٠٪ . وبكل تأكيد تؤدى هذه النتائج إلى صدمة !

تقوم الدراسة أيضًا بمراجعة العلاقة بين نسب الأرباح إلى السعر وقد توصلت نتائج مماثلة . فمحافظ الأسهم ذات نسب الأرباح المرتفعة دائمًا ما يكون لديها عوائد فعلية أكبر من محافظ الأسهم ذات نسب الأرباح المنخفضة .

وقد قام باحثون آخرون بدراسات أخرى اعتمادًا على الدراسة التى قام بها " فاما " ، و " فرنش " وتوصلوا إلى نفس النتائج تقريبًا . وفى عام ١٩٩٧ ، قام " فاما " ، و " فرنش " بدراسة الأسهم التى يتم التعامل عليها فى ١٣ بورصة عالمية ، ووجدوا نفس النتائج . حيث فاق أداء الأسهم ذات نسب قيمة دفترية إلى قيمة سوقية مرتفعة كثيرًا أداء الأسهم ذات النسب المنخفضة فى ١٢ بورصة عالمية ، ولكن كان سوق الأسهم الإيطالى هو الاستثناء الوحيد .

لم يستخدم " فاما " ، و " فرنش " فى دراستهما لعام ١٩٩٢ كلمات مثل نمو سوق الأسهم ، والأسهم ذات القيمة ، والأسهم المبالغ فى قيمتها أو الأسهم المقلل من قيمتها . على العكس ، لقد كان الدكتور " روبرت هوجان " هو من استخدم هذه الكلمات كثيرًا فى كتابه The New Finance : The Case Against Efficient Markets . ولقد استخدم دراسة " فاما " ، و " فرنش " كأساس فى كثير من نقده للنظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية . وهو يقوم بمساواة الأسهم ذات نسب قيمة دفترية

إلى قيمة سوقية مرتفعة أو ذات الأرباح المنخفضة مع أسهم النمو . وهو يقول إن المضاربين فى أسواق المال هم المخطئون نتيجة التفاؤل الزائد عن الحد فيما يتعلق بمستويات الأرباح فى المستقبل ؛ وهو ما يؤدى إلى تقييم أسهم النمو بقيمة أكبر من قيمتها . وبالمثل ، يميل المتعاملون فى السوق إلى التشاؤم الزائد عن الحد خاصة عند نظرتهم إلى أسهم الشركات غير الناجحة فى الآونة الأخيرة وصاحبة معدلات النمو المنخفضة وهوامش الأرباح الصغيرة . وهكذا تصبح هذه الأسهم منخفضة القيمة ويتم تقييمها بأقل من قيمتها . على المدى الطويل ، تتجه عوائد أسهم النمو إلى الهبوط لتصل إلى متوسط عائد السوق ، وترتفع عوائد الأسهم منخفضة القيمة لتصل إلى المتوسط ، أى أن السوق ينعكس أو يرتد إلى المتوسط .

على الرغم من أن النتائج لم تكن مرضية ، كشفت دراسة " فاما " و " فرنش " عن وسيلة جيدة لتعظيم العوائد المتوقعة من الاستثمار فى الأسهم . ويلتمس " روبرت هوجان " بعض الحجج القوية لاتباع التوصيات التى تضمنتها تلك الدراسة ، وهى شراء الأسهم المقومة بأقل من قيمتها وبيع الأسهم المقومة بأعلى من قيمتها . وهذا هو أسلوب الاستثمار الذى ندعو إليه .

أسواق المال ذات الكفاءة : توصياتنا

حتى فى ظل وجود بعض الأشياء غير الطبيعية ؛ نحن نعتقد أن أسواق المال الأمريكية ذات كفاءة إلى حد ما . حيث تستجيب أسعار الأسهم بسرعة للمعلومات الجديدة ، ومن الصعب جداً على أى مستثمر أن يتفوق باستمرار على عوائد الاستثمار المرتبطة باستراتيجية الشراء والاحتفاظ بالأسهم .

لا تزال الفرص التى تحقق عوائد إضافية غير متوقعة موجودة ، مثل : الاستثمار فى أسهم منخفضة ، أو أسهم ذات نسبة قيمة دفترية إلى قيمة سوقية مرتفعة . والكل يحب أن ينتهز مثل هذه الفرص . ومع ذلك فإن اتباع هذه الاستراتيجية ليس جيدًا ، وخاصة إذا كان ذلك الهبوط المفاجئ قد حدث بسبب فضيحة محاسبية (مثلما حدث فى شركتى " إنرون " أو " ووررلدكوم ") أو إخفاق إحدى الشركات (مثل شركة أدلفيا) . ويمكن أن يهبط سعر السهم إلى صفر . وتؤدى إجراءات الإفلاس كثيرًا إلى

وجود أسهم عديمة القيمة فى أيدى حاملى الأسهم ـ أسهم لا تصلح إلا للإلقاء فى سلة المهملات .

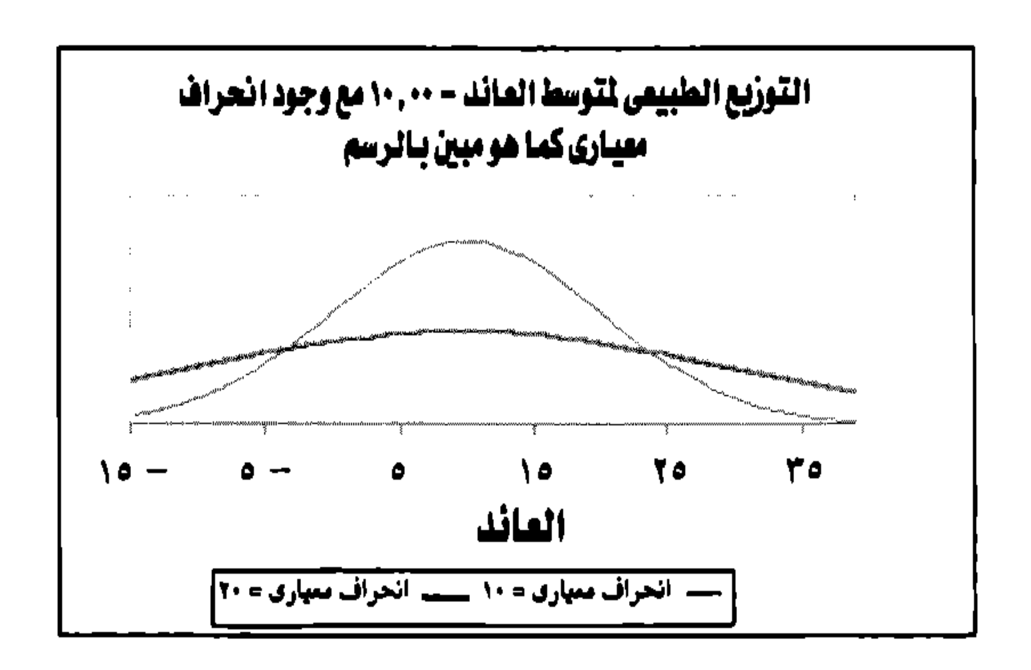
نحن نستخدم عملية تحليل الأسهم مثل تحديد قيمة السهم الدفترية إلى القيمة السوقية ونسب السعر إلى الأرباح كمؤشر أساسى يجذبنا نحو إحدى الشركات التى قد يكون سهمها معروضاً بأقل أو أعلى من قيمته . وبعدها نقوم بمراجعة الشركة من خلال نموذج التقييم وتحديد القيمة الحقيقية للسهم . إذا كانت القيمة الحقيقية أكبر من سعر السهم وكانت نسبة القيمة إلى السعر أكبر من ١,٠ ، فإن سعر السهم المعروض يكون معروضاً بأقل من قيمته وهو ما يدل على وجود فرصة للشراء . أما إذا كانت القيمة الحقيقية أقل من سعر السهم ، وكانت نسبة القيمة إلى السعر أقل من ١,٠ فإن السهم يكون بأعلى من قيمته الحقيقية ، ويجب علينا بيعه أو تجنب شرائه .

ثم بعد ذلك نقوم بتقييم سبب الانخفاض الذى حدث . وإذا كان سبب النسبة الإيجابية يرجع إلى ضائقة مالية حقيقية شديدة ، قد لا نشترى السهم . وإذا كان السبب يعود إلى مشكلة مؤقتة أو أحد المخاوف المؤقتة ، قد يكون من المستحب بيع السهم . بمجرد الشعور بالراحة والتأكد من أن الشركة سوف تظل قابلة للنمو ، عندئذ نقوم بتحديد ما إذا كانت علاقة القيمة إلى السعر توحى بالشراء . فإذا كانت الاحتمالات فى صالحنا ، فإننا نقوم على الفور بالشراء .

المبدأ رقم ٣ : المستثمرون العقلاء يتجنبون المخاطر

يعنى تجنب المخاطر أن المستثمر العاقل يفضل الدخول فى مخاطر أقل عن الدخول فى مخاطر كبرى . " عصفور فى اليد خير من عشرة على الشجرة " ، يعكس هذا المثل وكذلك المثل القائل : " دولار آمن يساوى أكثر من دولار معرض للمخاطر " نظرية تجنب وتحاشى المخاطر . وتعتمد نظريات علم الاقتصاد على افتراض أن المستثمرين يظهرون سلوكاً متجنباً للمخاطر . وبالنسبة للمستثمر المتجنب للمخاطر . فإن ألم خسارة دولار أكبر من سعادة مكسب دولار .

لا يتجنب المستثمر المتجنب للمخاطر المخاطر ككل . فقد يغامر المستثمر بنسبة صغيرة من ثروته على أمل تحقيق مكافأة كبيرة غير متوقعة . فقد يشترى بجزء صغير من أصوله أسهمًا فى شركات التكنولوجيا والانترنت عند أعلى ارتفاع لها على أمل تحقيق مكاسب هائلة مثلما حدث من قبل مع شركتى ميكروسوفت أو ديل .



الرسم ٢-٥ منحنى الجرس الخاص بتحديد العائد والمخاطر بالنسبة لسهم شركة ABC وشركة XYZ

فيما يتعلق بمبدأ تجنب المخاطر ، ليس من الضرورى أن يقوم كل المستثمرين باتخاذ قرارات ذكية فيما يخص المخاطر والعائد فى جميع الأوقات ، ولكن عليهم أن ينتبهوا فقط عندما يقررون كيفية استثمار مقدار كبير من أصولهم .

لنفترض أن أحد المستثمرين قرر شراء أحد هذين السهمين الافتراضيين : سهم شركة ABC الذى له عائد متوقع ١٠٪ ومقياس مخاطر - الانحراف المعيارى للعائد - بنسبة ١٠٪ ، أو سهم شركة XYZ الذى له عائد متوقع قدره ١٠٪ وانحراف معيارى قدره ٢٠٪ . (انظر الرسم ٢ - ٥) .

يحظى كلا السهمين بنفس العائد المتوقع وهو ١٠٪ . ويتمركز توزيع عوائد سهم شركة ABC أكثر حول المتوسط واحتمال أن يكون عائد شركة

ABC أقرب إلى العائد المتوسط أعلى من عوائد سهم XYZ . عند الأخذ فى الاعتبار الطبيعة المنتظمة للعوائد ، يفضل المستثمر المتجنب للمخاطر شراء سهم شركة ABC بسبب المخاطر الأقل المرتبطة بنفس العائد المتوقع .

ماذا يعنى تجنب المخاطر فى الحياة الواقعية ؟ يقترب المستثمرون المتجنبون للمخاطر من الاستثمارات بحذر . فعندما يقومون بتقييم أحد الاستثمارات يستخدمون افتراضات متحفظة ويحاولون تحديد ما يمكن أن يحدث . وهم يفحصون الجانب السيئ ويطرحون الكثير من أسئلة " ماذا لو ؟ " ، وإذا لم تظهر الاحتمالات فى صالحهم ، فإنهم لا يجرون عملية الاستثمار .

تجنب المخاطر : توصياتنا

يعتبر تجنب المخاطر شىء جيد ـ فالكل يتجنب المخاطرة ـ نحن نستمتع بكسب الأموال ، ولكن فى الواقع نحن نكره خسارتها بشدة ! ومن الضرورى أن تدرك نوعك كمستثمر ومقدار المخاطر التى تستطيع استيعابها وتحملها فى طريق خسائر الاستثمار . تأكد من أنك تفهم المخاطر التى ينطوى عليها الأصل الذى تستثمر فيه . إذا لم تكن الاحتمالات فى صالحك أو لم يكن العائد الإضافى كافيًا لتعويضك عن المخاطر الإضافية ، دعك من هذا الاستثمار وحاول العثور على نوع من الاستثمار ذى نسبة تصب فى صالحك . نحن دائمًا نحتاج إلى وجود هامش أمان متوقع قبل شراء أحد الأسهم . ونحن نوصيك بأن تفعل أنت ذلك أيضا .

المبدأ رقم ٤ : يتحكم العرض والطلب فى أسعار الأسهم على المدى القصير

قانون العرض والطلب

يشبه أداء سوق الأسهم أداء كل الأسواق فى الاقتصاد الذى يتسم بالتنافس . حيث يتحدد سعر أى سهم فى السوق من خلال تفاعل عرض السهم من قبل البائعين مع كمية الطلب الموجودة عليه من قبل المشترين .

والسعر الحالى هو السعر الذى يتقابل أو يتقاطع عنده عرض السهم مع الطلب عليه .

فى جانب الطلب ، ساعد الانخفاض الكبير فى تكاليف العمليات على الشراء فى حدوث تنشيط لسوق المال فى فترة التسعينات ؛ حيث ساعدت التكاليف المنخفضة على زيادة الطلب على الأسهم ، وبالتالى دفعت أسعارها إلى أعلى . خلال الثمانينات كان المستثمرون يضطرون إلى دفع مئات الدولارات عمولة للسماسرة لشراء ١٠٠ سهم من أسهم شركة ميكروسوفت ، لكن يمكنهم الآن شراء ١٠٠٠ سهم مقابل أتعاب سمسرة على شبكة الإنترنت قدرها ٨ دولارات فقط . وقد سهلت هذه التكاليف المنخفضة من عملية شراء وبيع الأسهم وكسب أرباح صافية كبيرة من التحركات البسيطة فى سعر السهم .

بالإضافة إلى ذلك ، أدى الأداء الناجح لأسهم شركات الإنترنت فى أواخر التسعينات إلى وجود طلب نهم من قبل المستثمرين على أسهم الشركات فى مجال الإنترنت . وقد دفع هذا الطلب المتزايد نسبة السعر إلى المبيعات ونسبة السعر إلى الأرباح إلى معدلات غير مسبوقة فى تاريخ أسواق الأسهم الأمريكية . ومن ناحية العرض وخلال ذروة ازدهار شركات الإنترنت ، تحرك رجال الاستثمار من البنوك والمصدرون لأسهم الشركات بسرعة لخلق شركات جديدة يمكنها بيع الإصدارات الأولية للمستثمرين لتلبية الطلب . ولقد استطاع العرض خلال فترة ازدهار شركات الإنترنت أن يتماشى مع قليل من الضعف أو التأخر .

كان أداء الإصدارات الأولية لشركات الإنترنت فى أواخر التسعينات غير عادى . حيث ارتفعت أسعار سهم شركة " فى . إيه . لينوكس سيستمز " بنسبة ٧٣٣٪ فى نفس اليوم التى أصدرت فيه . كما حظيت شركات مثل فرى ماركت ، وويب ميثودز ، وأكامى وكاش فلو بأسعار إقفال تزيد ٤٠٠٪ عن أسعار الإصدار الأولى فى اليوم الأول لها . لم يشعر المديرون التنفيذون لشركات الإنترنت بالقلق بشأن الإيرادات أو المنتجات أو العاملين . وطالما كانوا يحظون بدعم وتصديق أشخاص بارزين فى مجال تحليل الأسهم أمثال : " هنرى بلودجيت " أو " ميرى ميكر " . كانوا على ثقة أنهم سيصبحون مليونيرات فى نفس اللحظة التى يتم فيها تسعير الإصدار الأول . ومن هذا نخلص إلى أنه إذا حدث طلب متزايد على سهم

إحدى الشركات سوف يتعاون المستثمرون من رجال البنوك مع المقاولين لتأسيس شركات مماثلة لها للوفاء بالطلب . وفى النهاية ، سوف يتجاوز العرض الطلب . وعندما يحدث هذا سوف يهبط العرض والسعر بالضرورة .

بماذا يخبرنا السعر الحالى للسهم عن حالة السوق ؟

يحدد السعر الحالى للسهم مضروبًا فى عدد الأسهم المتداولة الحصة السوقية لإحدى الشركات . فكِّر فى هذه العبارة ! هل حقيقة أن سهم شركة " آى . سى . جى . إى " الذى كان يتم التعامل عليه بسعر ٢٠٠,٩٤ دولار فى ٣ يناير عام ٢٠٠٠ يعنى أن تلك الشركة التى لها ٧,٢٨٧ مليون سهم متداول تساوى ٥٧ مليار دولار فى الحقيقة ؟ هل سبق أن دفع بعض المستثمرين أو مجموعة منهم ٥٧ مليار دولار فى إحدى شركات الإنترنت التى لا تساوى محفظة أصولها عُشر هذا المبلغ ؟ إنه بالفعل أمر مشكوك فيه !

يشير السعر الحالى للسهم إلى المبلغ الذى يكون المستثمر مستعدًا لدفعه للحصول على حصة من هذه الشركة آخذًا فى الاعتبار اعتبارات العرض والطلب . وعلى المدى القصير ، قد لا يكون لهذا السعر علاقة بقيمة الشركة . قد يتأثر السعر الحالى بشدة بالخلل المؤقت فى العرض والطلب أو برد فعل السوق تجاه معلومات جديدة .

حدث مثال واضح على الخلل أو عدم التوازن المؤقت فى العرض والطلب لسهم شركة إنترميد وهى شركة تعمل فى مجال التكنولوجيا الحيوية والتى تتخصص فى البحوث الخاصة بالسرطان . حيث دفع الطلب فى الأجل القصير سعر السهم إلى معدلات غير سليمة . وفى يوم الجمعة ١ مايو عام ١٩٩٨ تم تداول ١٩١٠٠ سهم من أسهم الشركة وكان سعر الإغلاق ١٢,٠٦٢٥ دولار . وفى ٣ مايو ، كانت الشركة موضوع أحد المقالات الرئيسية فى صدر جريدة نيويورك تايمز . لم يكن المقال يتضمن أية معلومات جديدة فيما يتعلق بالشركة ، ولكنه وصف بحوث السرطان لديها بعبارات براقة . كما أنه عرض الشركة للمستثمرين الجدد الذين قرأوا الجريدة وأرادوا أن يكونوا من حملة أسهم تلك الشركة الواعدة .

وبالفعل أثر المقال بدرجة كبيرة فى الطلب فى الأجل القصير لسهم شركة إنترميد .

فى يوم الاثنين ٤ مايو وفى ظل وجود زيادة هائلة فى الطلب ، بلغ سعر الافتتاح للسهم ٨٤,٨٧ دولارًا - بارتفاع ما يزيد عن ٧٢ دولارًا أى ٦ أضعاف سعر إعلان السهم فى يوم التعامل السابق . لكن سعر السهم أغلق عند ٥١,٨٧ دولارًا بانخفاض قدره ٣٣ دولارًا من سعر الافتتاح . وقد بلغ حجم التعامل على سهم الشركة فى ٤ مايو ٢٣٤٣٢٥٠٠ سهم بدلاً من الـ ١٩١٠٠ سهم التى تم التعامل عليها فى ١ مايو . لكن فى ٣١ ديسمبر ٢٠٠٢ ، كان سعر السهم عند الإغلاق هو ٠,٨٦ دولاراً فقط للسهم .

يوجد فى كل شركة من الشركات التى يتم التعامل عليها إدارة خاصة بالتعامل مع المستثمرين ، والتى تكون مسئولة عن نشر المعلومات عن الشركة للمستثمرين ولوسائل الإعلام . ولقد لاحظنا التركيز الشديد على الأخبار الجيدة مثل مكافأة براءة الاختراع ، أو اكتشاف حقل بترول جديد وانتشار مثل هذه الأخبار بغزارة وبكثير من التفاصيل من قبل إدارة التعامل مع المستثمرين . وتركز تلك الإدارة على الأخبار الإيجابية التى تزيد من الطلب على سهم الشركة وتدفع سعر السهم لأعلى . وعلى العكس ، تقلل هذه الإدارات من أهمية الأخبار السلبية المتعلقة بالشركة مثل الأشياء غير السليمة بالمحاسبة وتحقيقات هيئة الرقابة والإشراف (مثلما حدث مع شركة إنرون وشركة أدلفيا وشركة وورلدكوم ، وكذلك شركتى تايكو وكمبيوتر أسوشيتس) حيث تنشر الأخبار السيئة ببطه بمرور الوقت ، وبتفاصيل مبهمة وغامضة .

العرض والطلب : توصياتنا

تندرج أساليب التعامل مع العرض والطلب فى الأجل القصير تحت عملية التحليل الفنى والتى سنتناولها فى الفصل الثالث . نحن لا نقوم بشراء أحد الأسهم ، وذلك ببساطة لأن سعره قد ارتفع بسبب وجود طلب زائد عن الحد فى الأجل القصير . عندما نقوم بشراء أحد الأسهم ، فإننا نشتريه لأننا نؤمن بأن سعره أقل من قيمته الحقيقية .

إذا أعلنت إحدى الشركات عن أحد الأخبار السيئة ، فإننا نقوم بعمل اختبار بسيط لهذا الخبر . إذا ثبت أن الخبر غير صحيح ورائحته تشبه

السمك العفن أو قطعة الدجاج غير الصالحة ، نقوم بالتخلص من السهم . عندما تعلن إحدى الشركات عن معلومات سلبية غير مفسرة تمامًا مثل استقالة أحد المديرين الماليين أو المديرين التنفيذيين بصورة ركيكة الأسلوب (كأن يقول المدير : " أريد أن أقضي المزيد من الوقت مع الزوجة والأولاد كما فعل جيف سكلينج من شركة إنرون ") أو وجود تصريح مقتضب عن استفسار خاص بهيئة الرقابة والإشراف ، فإن هذا يعد إشارة سيئة . ولنا عندئذٍ أن نتوقع أن المزيد من الأخبار السيئة سوف تتوالى وتعمل على هبوط سعر سهم الشركة على مدى فترة أطول .

ونحن نرى أن أفضل شيء تقوم به هو بيع السهم مع أول أخبار سيئة من هذا النوع . يمكنك عندئذ رؤية كيفية أداء السهم وكيفية تفاعل السوق ، وتستطيع إعادة تقييم الحكمة من حيازة هذا السهم ثانية .

المبدأ رقم ٥ : عند تحليل العوائد ، لا تكون المتوسطات البسيطة بسيطة دائماً

المتوسطات البسيطة مقابل المتوسطات المركبة

يتعامل المبدأ الخامس مع مسألة تتعلق بعوائد الاستثمار . وسوف نتناول هنا العملية الحسابية المضللة إلى حد ما ، والتي تقوم بحساب أرباح الاستثمار دون التركيز على الخسائر . على سبيل المثال : تخبرك " مارثا " مديرة المحفظة بأن لديها أداء تاريخي جيد للاستثمار . ومنذ عامين ماضيين ، ارتفعت محفظتها ١٠٠٪ ، لكن لم تسر الأمور على نفس الشكل هذا العام ؛ حيث خسرت أسهمها ٨٠٪ . تقول " مارثا " بأن متوسط العائد السنوى على مدار العامين السابقين هو ١٠٪ . وهى نتيجة جيدة فى سوق أسهم قاس .

هل هى على حق أم أنها مريضة بداء الكذب ؟ إن متوسط العائد السنوى لديها على مدى العامين السابقين هو : (١٠٠٪- ٨٠٪) ÷ ٢ = ١٠٪ كما تدعى . فلنراجع ما تتباهى به من خلال إضافة بعض الأرقام الحقيقية إلى عملية التحليل . سنحاول أن نحتفظ بالمثال بسيطاً . لنفترض أن محفظتها تتكون من سهمين ، أحدهما هو السهم " أ " والذى اشترته

منذ عامين بـ ١٠ دولارات . كان توقيت الشراء وكذلك التحليل صحيحًا وارتفع سعر السهم إلى ٢٠ دولارًا فى نهاية العام الأول ، محققة عائدًا قدره ١٠٠٪ . فى العام التالى تباطأ سوق الأسهم وهبط السهم " أ " بنسبة ٨٠ ٪ ليصل إلى ٤ دولارات للسهم .

عندما تنظر إلى الدولارات الحقيقية مقارنة بالمتوسطات السنوية ؛ فإن العائد الفعلى لمدة عامين هو سالب ٦٠٪ أى أن محفظة قيمتها ١٠ دولارات تضاءلت قيمتها إلى ٤ دولارات . إن هذا نتيجة أسوأ بكثير مما يشك فيه الإنسان عن متوسط أداء سنوى قدره ١٠٪ تقدمه لنا " مارثا " . كيف يحدث هذا ؟

تكمن المشكلة هنا فى عملية حساب المتوسطات البسيطة . فى الحقيقة إذا كان هناك نسبة سالبة داخل المجموعة ؛ فإن حساب عائد المتوسط البسيط ينحرف لأعلى . على سبيل المثال : انظر ثانية إلى الجدول (٢ ـ ٢) والذى يبين العوائد والمخاطر لأنواع الأصول الخمسة . فى كل حالة ، يكون العائد السنوى المركب ـ ويعرف أيضا بمعدل العائد الهندسى ـ أقل من عائد المتوسط البسيط . ويعتبر العائد المتوسط المركب هو المقياس السليم لما يمكن أن تحصل عليه من الاحتفاظ بأحد الاستثمارات بمرور الوقت . أحيانًا ـ كما فى حالة أداء الاستثمار الخاص بـ " مارثا " ـ تكون الاختلافات بين المتوسطات البسيطة والمركبة كبيرة للغاية .

يبين الجدول (٢ ـ ٤) كيفية أداء استثمارات " مارثا " على مدار العامين الماضيين . يعتبر المتوسط البسيط للعائد السنوى أو المتوسط الحسابى سهلاً فى حسابه ويساوى مجموع العوائد السنوية (٢٠٪) مقسومًا على عدد العوائد (٢) .

الجدول ٢-٤ متوسط العوائد البسيطة والمركبة لأداء استثمار " مارثا "

السنة	القيمة الأولية	القيمة النهائية	العائد السنوى
١	١٠ دولارات	٢٠ دولاراً	١٠٠ ٪
٢	٢٠	٤	- ٨٠ ٪
			٢٠ ٪
العائد المتوسط البسيط			١٠ ٪
العائد المتوسط المركب			- ٣٦,٧٥ ٪

يتم حساب متوسط العائد المركب عن طريق (١) : قسمة آخر قيمة - (أ) (وهى ٤ دولارات فى نهاية السنة الثانية) على القيمة الأولية - (ب) (وهى ١٠دولارات فى بداية السنة الأولى) ، (٢) نأخذ النسبة الناتجة ونضعها كأساس ونرفعها إلى الأس ($\frac{١}{س}$) ، حيث " س " هى عدد السنوات فى الفترة المركبة ، (٣) طرح ١,٠ من الناتج . ووفقاً للمصطلحات الرياضية ، تبدو الجملة السابقة على هذا النحو :

$$[\sqrt{٠,٠٤} - ١,٠] = [٠,٦٣٢٥ - ١,٠] = - ٣٦,٧٥ ٪$$

يستخدم العديد من المتخصصين فى مجال الاستثمار المتوسطات البسيطة لتقييم الأداء

يستخدم العديد من مديرى الاستثمار والمستشارين المتوسطات البسيطة لاستعراض أدائهم التاريخي . وتعتبر المتوسطات البسيطة طريقة مضللة لتقييم عوائد الاستثمار - المتوسطات المركبة أو الهندسية أكثر تمثيلاً للأداء الفعلى للاستثمار . كن حذرًا عندما تقرأ مواد إعلانية تقوم بتقديم سجلات الأداء على أساس المتوسط البسيط للعوائد . يطلق " جون بريننان " ، رئيس مجلس إدارة شركة " فانجارد جروب " على المتوسطات البسيطة " ... الرياضة المضللة والمخادعة ... " للاستثمار . ويقول أيضًا السيد

" بريننان " : " بمجرد أن تكون خسارتك كبيرة ، يكون من الصعب للغاية تعويض ما خسرت "[٥] .

فى حالة المتوسطات البسيطة ، يتطلب الأمر مكاسب كبيرة لتعويض نسبة خسارة معينة . على سبيل المثال : نقلت صحيفة وول ستريت جورنال أنه فيما بين أعلى ارتفاع لمؤشر ناسداك فى مارس ٢٠٠٠ ، ٤ أبريل ٢٠٠١ هبط سهم شركة " ألترا أوه . تى . سى . " بمقدار ٩٤,٧١ ٪ لذلك إذا كان لدى جيم استثمار قدره ١٠٠٠ دولار فى هذه الشركة فى مارس عام ٢٠٠٠ ، فإنه سيهبط بعد ١٣ شهراً إلى ٥٢,٩٠ دولار[٦] . وقد حدث تحول فيما بين ١٤ أبريل ٢٠٠١ ، ٢ مايو ٢٠٠١ وارتفع نفس السهم بنسبة هائلة قدرها ٩٥,٦٪ . ازدادت استثمارات جيم والتى تساوى ٥٢,٩ دولار بنسبة ٩٥,٦٪ لتصل إلى ١٠٣,٥٠ دولار ـ ولكنها لا تزال منخفضة بنسبة ٨٩,٦٥٪ عن أعلى ارتفاع لها فى مارس ٢٠٠٠ . العائد المتوسط لهاتين الفترتين غير المتساويتين هو (-٩٤,٧١ ٪ + ٩٥,٦ ٪) ÷ ٢ = ٠,٤٥٪ . فى حين أن العائد الحقيقى لفترة الاحتفاظ ، وقدرها ١٥ شهرًا هو - ٨٩,٦٥٪ . فى هذا المثال ، يمكن أن تخمن أن الفارق فى حساب العوائد المتوسطة والفعلية يمكن اعتباره مضللاً .

ينتج عن المعادلة التالية نسبة المكاسب المطلوبة لإعادة الاستثمار كما كان بعدما تحمله من خسائر .

نسبة المكاسب المطلوبة لتحقيق نقطة التعادل =
١÷(١٠٠٪ ـ نسبة الانخفاض)

فى مثال " جيم " بالأعلى تبدو المعادلة على هذا النحو :

١÷ (١٠٠٪ ـ ٩٤.٧١٪) = ١÷ (٠.٠٥٢٩) = ١٨٩٠٪

وهكذا يبدو احتمال وصول " جيم " إلى نقطة التعادل فى هذا الاستثمار بعيدًا إلى حد ما .

تحليل الأداء : توصياتنا

نحن نعتقد بقوة أن مستشارى الاستثمار ومديرى الصناديق يجب عليهم قياس أدائهم باستخدام المتوسطات المركبة (الهندسية) وليست المتوسطات البسيطة . تخبرك العوائد المركبة بما يحدث بالفعل لأموالك . إذا كنت تقوم بتحليل أداء مديرى الصناديق أو الصناديق المشتركة ، نقترح عليك أن تتأكد من أنهم يقدمون لك عوائد مركبة ، أو العوائد السنوية المجردة حتى تستطيع حساب متوسط العوائد المركبة بنفسك ، فإن العوائد البسيطة التى يقدمونها يمكن أن يكون مغاليًا فيها بدرجة كبيرة .

المبدأ رقم ٦ : تكاليف التعاملات ، والضرائب ، والتضخم : أولئك هم أعداؤك

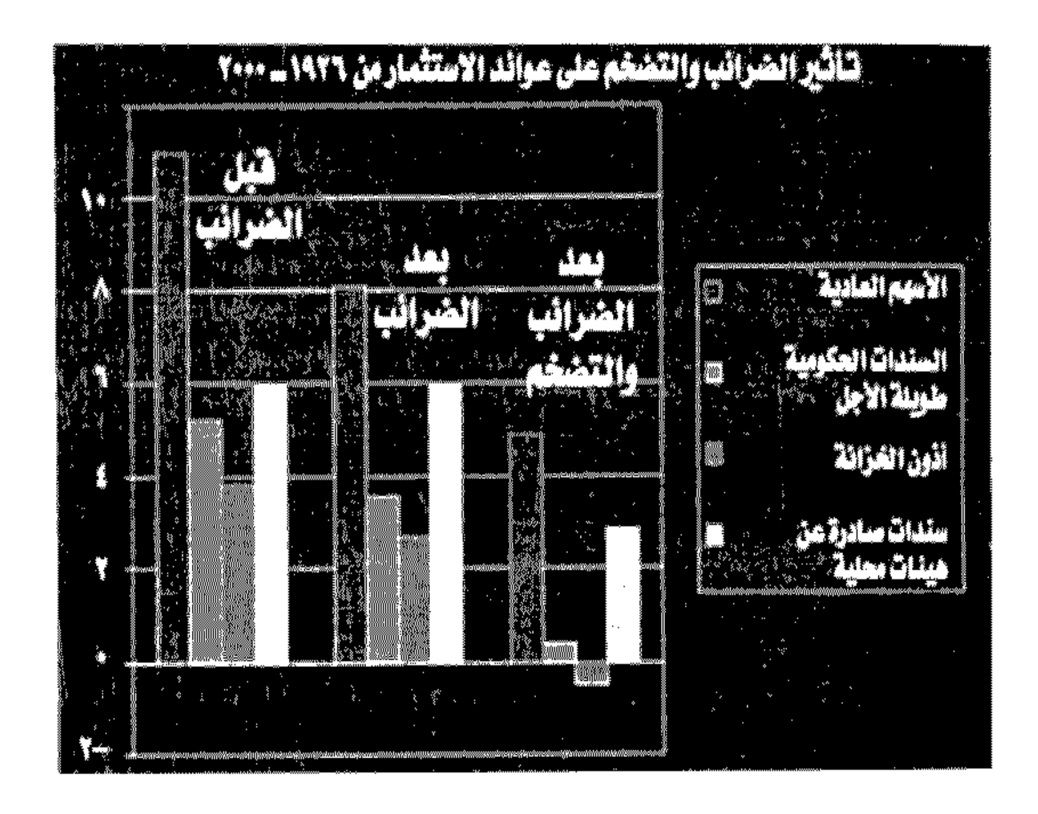
يمكن أن تقلل تكاليف التعاملات وتأثيرات الضرائب والتضخم بدرجة كبيرة على العوائد الحقيقية لاستثماراتك . تأتى تكاليف التعاملات فى أشكال عديدة : عمولات سمسرة عند تنفيذ إحدى العمليات ، وعمولات مبيعات ، وعمولات استرداد أو استهلاك عندما تقوم بشراء أو بيع أسهم أحد الصناديق المشتركة وأتعاب إدارة أصول سنوية تدفع للصندوق الاستثمار المشترك أو أتعاب للسمسار أو لمستشار الاستثمار . وهكذا نجد أن تكاليف العمليات تقلل من عوائد محفظة الاستثمار بدرجة كبيرة .

يجب أن تكون مهمة كل مستثمر هى أن يقلل من تكاليف التعاملات إلى أدنى مستوى ممكن . ومن الممكن أن يخبرك السمسار أو المخطط المالى بأنواع الأسهم التى تشتريها وكيفية توزيع استثماراتك بين أنواع الأصول المختلفة وكيفية وضع برنامج استثمار ؛ بحيث يكون موفراً لك من الناحية الضريبية . وإذا استفدت من نصيحته أو خدماته ، كن مستعدا لدفع عمولة أو أتعاب معقولة . ومع ذلك ، إذا اشتريت أسهم أحد صناديق الاستثمار المشتركة ودفعت عمولة قدرها ٥,٢٥ ٪ لأحد مستشارى الاستثمار ، فإنك بذلك تكون قد أضعت قدراً كبيراً من أموالك . لقد دفعت الكثير بصورة غير ضرورية . حيث يمكنك شراء أسهم صناديق مماثلة غير محملة بأتعاب أو عمولات وليس لها تكاليف مبيعات .

إذا كنت تقوم بنفسك باتخاذ قرارات الاستثمار وتوزيع الأصول ، يجب أن تبحث عن أقل أتعاب لإدارة استثماراتك . فمثلا بالنسبة لأسهمنا عندما نقوم بشراء أحد الأسهم على أساس التحليلات الخاصة بنا ، نقوم بتنفيذ العملية من خلال سمسار معروف يتقاضى أتعاباً ثابتة منخفضة . وعندما نقوم بشراء أحد الأسهم بناء على توصية من شركة سمسرة تقدم خدمات متكاملة ، فإننا نقوم بتنفيذ العملية من خلال شركته مقابل عمولة ثابتة تم التفاوض عليها وتحديدها مسبقاً .

فبالنسبة لنا مثلاً فنحن نملك أسهمًا فى صناديق محلية غير محملة بعمولات ، وكذلك صناديق الاستثمار المشتركة المكونة من أسهم شركات أجنبية أو أسهم فى صناديق تتكون من شركات عقارات ، أو أسهم فى صناديق تتكون من سندات متوسطة الأجل محملة بعمولات بيع بسيطة . كما أننا نستثمر أيضا فى أحد صناديق التغطية المتخصصة جدًا فى أحد قطاعات السوق ، وندفع لمدير صندوق التغطية أتعاب إدارة كبيرة مقابل خبرته . ونحن ندرك الفارق فى الخبرة وقيمة الخدمات المقدمة ومدى أحقية الأتعاب التى يتقاضاها ، وعلى استعداد لدفع تلك الأتعاب مقابل الأداء . ومع ذلك ، نحن نكره أن ندفع أية تكاليف غير ضرورية ؛ لذا يجب أن تجعل هدفك أيضًا تقليل تكاليف إدارة التعاملات الخاصة بك !

تعتبر الضرائب والتضخم ألد أعدائك . يبين الرسم (٢ ـ ٦) التأثير طويل الأجل للضرائب والتضخم على عوائد الاستثمار للأسهم العادية ، وعلى السندات الحكومية طويلة الأجل ، وأذون الخزانة ، وكذلك على السندات الصادرة عن الهيئات المحلية خلال الفترة من عام ١٩٢٦ وحتى عام ١٩٩٩ . والنتائج مذهلة . فقد حققت الأسهم العادية عائدًا سنويًا مركبًا قدره ٥٪ بعد حساب قيمة الضرائب والتضخم . ومع ذلك ، التهمت الضرائب والتضخم كل العوائد على السندات الحكومية وأذون الخزانة . وحققت السندات الصادرة عن الهيئات المحلية عائدًا إيجابيًا قدره ٥,٢ ٪ بعد التضخم ، وذلك أخذًا فى الاعتبار الإعفاء الذى تحظى به هذه السندات من الضريبة على الدخل .



الرسم ٢ ـ ٦ العوائد قبل وبعد الضرائب والتضخم

كما هو موضح فى الرسم (٢ ـ ٦) يمكن أن يكون للضرائب تأثير سلبى على أداء الاستثمار . فى كل عام عندما تحصل على توزيعات الأرباح أو الدخل من الفوائد والأرباح الرأسمالية قصيرة الأجل . تقوم بسداد جزء من هذا الدخل للحكومة بما يساوى معدل الضريبة الحالى على الدخل والذى يصل إلى ٣٩.٩٪ . ويتم حساب الضريبة على الأرباح الرأسمالية طويلة الأجل بمعدلات تصل إلى ٢٠٪ . وبالطبع تقلل تلك المبالغ من استثماراتك وذلك إذا كنت محتفظا بها فى حساب خاضع للضريبة . ويمكن للمستثمرين فتح حسابات تحظى بمميزات ضريبية لتجميع الأصول الخاصة بالتقاعد . وهناك ثلاثة أنواع من تلك الحسابات والتى تعتبر حسابات تقاعد وهى حسابات " آى . آر . إيه . " . " روث . آر . آى . إيه " . ٤٠١ (كيه) . وكلها خاصة بالتقاعد .

يتم خصم نسبة معينة من الضرائب المستحقة على المستثمر فى نظام " آى . آر . إيه " إذا كان دخل المستثمر الخاضع للضريبة لا يتجاوز مستوى معينًا . ويعتبر الحد الأقصى للمساهمة التى تستقطع من الضرائب هى ٢٠٠٠ دولار (والتى من المقرر أن تزداد إلى ٥٠٠٠ دولار بمرور الوقت) . ويؤجل خصم ضريبة الدخل المحصل من حساب " آى . آر .

إيه " لحين سحب المال . حيث يتم خصم الضريبة على هذه الأموال عندئذ على اعتبارها دخل حالى .

بالنسبة لحساب " روث آى . آر . إيه . " لا يتم خصم جزء من الضرائب ، ولكن هذا الحساب يسمح بتوزيعات الأسهم والفوائد والأرباح الرأسمالية على الاستثمارات بالتراكم على أساس الإعفاء من الضرائب . إذا كان عمر المستثمر ٥٩,٥ على الأقل ، وكان قد استثمر لمدة ٥ سنوات على الأقل ، يمكنه سحب الأموال وتكون معفاة من الضرائب . يشبه هذا الأمر معاملة الفائدة على سندات الهيئات المحلية ، والتى تعفى عامة من ضرائب الدخل التى تفرضها الحكومة ، وتعفى كذلك من ضرائب الدخل التى تفرضها الولاية أيضاً .

يقوم العديد من أصحاب العمل بوضع برامج ٤٠١ (كيه) للموظفين ، وهو ما يمنحهم الفرصة لعمل استثمارات مؤجلة الضرائب فى حساب التقاعد . وكما هو الحال مع نظام " آى . آر . إيه . " ، فإن الضريبة على برنامج ٤٠١ (كيه) تؤجل لحين سحب المال ، ثم يتم تطبيق الضريبة كما لو كان دخلاً عادياً . وقد يكون لدى أصحاب الأعمال الحرة برامج معاشات ضخمة تسمح بتأجيل الضرائب إلى أن يتم صرفها مستقبلا .

يعمل التضخم على تقليل المعدل الحقيقى للعائد على الاستثمار . ولا داعى للقول بأن التضخم يكون بعيدًا عن سيطرة المستثمر . ومع ذلك ، يجب أن يفهم المستثمر كيفية تأثير التضخم على موارده وعلى احتياجاته الاستهلاكية المستقبلية . ففى ظل بيئة أو مناخ مصحوب بالتضخم ، تصبح كل الأصول المالية ذات قيمة أقل .

تكاليف التعاملات والضرائب والتضخم: توصياتنا

إن توصياتنا الخاصة بتكاليف التعاملات موجزة . وأهمها هو عليك بخفض تلك التكاليف إلى أقل حد ممكن .

إن توصياتنا الخاصة بتكاليف التعاملات مختصرة . بخلاف الاستثمار فى نوع معين من السندات يطلق عليه الأوراق المالية الصادرة عن الخزانة الأمريكية والمحمية من التضخم ، هناك القليل الذى يمكنك القيام به بخصوص هذا الموضوع . كن مستعدًا للاستثمار فى أنواع أصول ذات مخاطر

أكثر لتساعدك على التغلب على التأثير السيئ الذى يسببه التضخم على الأصول ذات الدخل الثابت .

وتعتبر قضية الضرائب عملية معقدة . ويجب أن يستفيد المستثمرون كلية من قوانين الضرائب ويقومون بوضع حسابات تستفيد من الضرائب عند تقاعدهم . ويجب أن يمول المستثمرون الحسابات التى تستفيد من الضرائب إلى الحد الأقصى الذى يسمح به القانون والدخل لديهم .

فى أثناء كتابة هذه السطور ، يحث ويطلب الرئيس " جورج دبليو . بوش " الإصلاح المالى الذى يعطى معاملة ضريبية مميزة للمدفوعات المعفاة فى شكل توزيعات أرباح ، ويحظى هذا الموضوع باهتمام شديد داخل الكونجرس الأمريكى . وتطبيق تلك الإعفاءات سوف يعطى دفعة قوية لأسهم الشركات التى تعطى توزيعات أرباح . فى ١٦ يناير عام ٢٠٠٣ ، أعلنت شركة ميكروسوفت أنها سوف تبدأ فى عمل توزيعات أرباح . وقد تحذو الشركات الأخرى التى لا توزع أرباحًا حذوها .

أخذًا فى الاعتبار حق اختيار نوع الضريبة ؛ يجب على المستثمر أن يحتفظ بأصول تستفيد من الضرائب مثل : سندات المحليات ، أو الأسهم التى تحقق دخلاً محميًا من الضرائب (مثل الشركات ذات المسئولية المحدودة) ويستخدم الحسابات الضريبية عند التعامل على الأسهم أو حيازة أصول لها توزيعات أرباح كبيرة أو مدفوعات كبيرة .

بعد أن تنتهى من قراءة هذا الكتاب ، يجب أن تكون على معرفة جيدة بكيفية اتخاذ قرارات الاستثمار الخاصة بك ، وأن تكون قادرًا على تقليل تكاليف العمليات السنوية بشكل كبير .

المبدأ رقم ٧ : الوقت وقيمة المال مرتبطان معًا ارتباطًا وثيقًا

هناك فكرة أساسية تدور حولها نظريات علم الاقتصاد وهى أن دولار اليوم يساوى أكثر من دولار غدًا . نحن نستثمر دولارات اليوم لضمان وجود تدفقات نقدية أكثر غدًا . وفى الحقيقة ، يتضمن أى قرار مالى أو خاص بالاستثمار إنفاق المال اليوم بغرض الحصول على مدفوعات نقدية فى المستقبل . ولتقييم ما إذا كان أحد أنواع الاستثمار ذا قيمة كبيرة أو

تافهة ، يجب أن تكون قادرًا على مقارنة قيمة المال الذى تستثمره اليوم بقيمة المال الذى تتوقع أن تحصل عليه فى المستقبل . ولكى تقوم بإجراء هذه المقارنة بطريقة فعالة ، يجب أن تفهم العملية الحسابية التى تدور حولها قيمة المال ـ التراكم والخصم .

عندما نقوم بتقييم إحدى الشركات ، نقوم أولاً بتقدير الأرباح أو المكاسب المستقبلية التى نتوقع أن تكسبها الشركة . ويتضمن توقع الأرباح أو المكاسب عملية ضرب ما تحققه الشركة من مكاسب فى مجموعة من المدخلات الخاصة بالنمو خلال فترة معينة من الوقت ـ وهى عملية تعرف بالتراكم ، وبمجرد أن نقدر الأرباح أو المكاسب المستقبلية ، نستخدم مفهومًا رياضيًا آخر لعمل قيمة حالية اليوم لهذه الدولارات المستقبلية ـ وهى عملية تعرف بالخصم .

التراكم والقيمة المستقبلية

إن العنصر الأساسى لتسعير أحد الاستثمارات هو فهم عمليتى الخصم والتراكم . التراكم هو عملية الانتقال من القيمة اليوم أو القيمة الحالية إلى القيمة المستقبلية المتوقعة إلى حد ما وغير المعروفة يقيناً . تعنى عملية التراكم أيضًا أن تضرب فى عدد أكبر من ١,٠ ، خلال عدد من الفترات ، وسوف ترى ماذا نعنى من وراء هذه العبارة لاحقاً .

القيمة المستقبلية هى مبلغ المال الذى سوف ينمو إليه أحد الاستثمارات فى تاريخ مستقبلى وذلك من خلال تحقيق فوائد بمعدل معين . دعنا نلق نظرة على أحد الأمثلة لنرى كيفية عمل التراكم والقيمة المستقبلية .

الجدول ٢ ـ ٥ تقدير معدل النمو لشركة جى إتش آى مع حساب قيمة التراكم والقيمة المستقبلية

السنة	قيمة السهم فى بداية الفترة	النمو فى القيمة	قيمة السهم فى نهاية الفترة
١	١٠,٠٠ دولار	٠,٨٠ دولار	١٠,٨٠ دولار
٢	١٠,٨٠ دولار	٠,٨٦ دولار	١١,٦٦ دولار
٣	١١,٦٦ دولار	٠,٩٣ دولار	١٢,٦٠ دولار
٤	١٢,٦٠ دولار	١,٠١ دولار	١٣,٦٠ دولار
٥	١٣,٦٠ دولار	١,٠٩ دولار	١٤,٦٩ دولار
النمو الإجمالى فى القيمة		٤,٦٩ دولار	

لنفترض أن " جين " قامت بشراء أسهم بسعر ١٠ دولارات للسهم فى شركة " جى إتش آى " (والتى لا تدفع أية توزيعات أرباح) وازدادت قيمة الأسهم بمعدل ثابت هو ٨٪ سنويًا . إذا احتفظت " جين " بالأسهم لمدة خمس سنوات ، ماذا ستكون قيمة السهم فى نهاية الفترة ؟ يبين الجدول (٢ ـ ٥) كيفية نمو سعر سهم الشركة بمرور الوقت بمعدل ٨٪ سنويًا على مدى فترة خمس سنوات . سوف تكون القيمة المستقبلية للنمو المركب أو التراكم لسهم شركة " جى إتش آى " بمعدل ٨٪ هى ١٤,٦٩ دولار .

فى هذا المثال ، عندما نقوم بحساب التراكم ، نقوم بضرب قيمة السهم فى بداية الفترة وهى ١٠ دولارًا فى ١,٠٨ على مدى خمس فترات .

١٠ دولار × (١.٠٨) × (١.٠٨) × (١.٠٨) × (١.٠٨) × (١.٠٨) = ١٤.٦٩ دولار

عندما نقوم بعملية التراكم ، إذا كان (ت) معدل التراكم (ويطلق عليه أيضًا معدل النمو أو سعر الفائدة أو سعر العائد) والذى يبلغ ٠,٠٨ فى هذا المثال ، (س) عدد السنوات ، (ق . ح) هى القيمة الحالية لأحد الاستثمارات التى تدفع مرة واحدة ، فإن القيمة المستقبلية (ق . م) للاستثمار هى :

القيمـة المسـتقبلية = القيمـة الحاليـة × (١ + معـدل التراكـم) عـدد السنوات .

ق.م = ق ح × (١.٠٠ + ت) س

أى أننا عندما نقوم بحساب التراكم الكلـى لقيمـة السـهم فـإن القيمـة المستقبلية تساوى القيمة الحالية مضروبة فى (١ + معدل التراكم) مرفوعًا لعدد الفترات . ويأتى مثال أسهم " جين " فى شركة " جـى إتـش آى " ذات النمو الثابت على هذا النحو :

١٤.٦٩ دولار = ١٠ دولار × (١.٠ + ٠.٠٨)٥

الخصم والقيمة الحالية

تعتبر العملية المحاسبية التـى تـدور حولهـا عمليـة الخصـم وحسـاب القيمة الحالية هى الوجه الآخـر للتراكـم وحسـاب القيمـة المسـتقبلية . إن عملية الخصم هى عملية الانتقال من القيمـة المسـتقبلية المتوقعـة إلى القيمـة الحالية . والقيمة الحالية هى قيمة أحد الاستثمارات اليوم . وهى تسـاوى القيمة المستقبلية مطروحًـا منهـا معـدل خصم ثابـت علـى مـدار فـترة مـن الوقت . دعنا نلق نظـرة علـى أحـد الأمثلـة لنـرى كيفيـة تحديـد الخصـم والقيمة الحالية .

دعنا نفترض أن اليـوم هـو عيـد مـيلادك ، وأن العـم " لارى " يعـدك بهدية مقدارها مائة دولار على أن تعطى لك فى وقت مـا خـلال السـنوات الخمس القادمة . ما هى القيمة الحالية للوعد الذى قطعه العم لارى علـى نفسـه بمائة دولار ؟ هذه مسـألة شـاقة . إن العـم " لارى " دائمـا شـخص مصدر ثقة ولكنه ذو وزن مفـرط ولـيس فـى صـحة جيـدة . هنـاك احتمـال طفيف أن يموت قبل أن يفى بما وعد به ، لذلك فـإن الأمـر ينطـوى علـى مخاطر . كما أنك لست متأكدًا أيضًا تمامًا مـن الوقـت الـذى سـوف تـأتى إليك فيه هذه المائة دولار . فى ظل عدم التأكـد مـن المخـاطر والتوقيـت ، تبدو هذه مشكلة بالنسبة لجـدول حسـاب القيمـة الحاليـة . فـى الجـدول (٢ ـ ٦) نضع الاحتمالات بحيث يتراوح عدد السنوات (س) من صـفر إلى ٥ سنوات ومعدلات الخصم الذى يتراوح من ٦٪ إلى ٨٪ إلى ١٠٪ .

تعرف الأرقام المدونة فى الجدول (٢ ـ ٦) بعوامل الخصم . وهى تعطينا القيمة الحالية لدولار واحد تتوقع أن تحصل عليه خلال عدد سنوات معينة (س) فى المستقبل مخصومًا بمعدل الخصم (خ) . وكما ترى في الجدول (٢ ـ ٦) ، كلما زاد عدد السنوات وطالت الفترة التى يتوقع أن يأتى المبلغ بعدها ، فإن معامل القيمة الحالية ينخفض ـ وهو ما يعنى أن المدفوعات فى المستقبل تساوى أقل من اليوم . على سبيل المثال : إذا كان العم " لارى " سوف يدفع اليوم ، فإن معدل الخصم المستخدم لا يهم ـ حيث إن القيمة هى ١٠٠ دولار . إذا ازدادت المخاطر الصحية للعم " لارى " إلى معدل ١٠٪ ولا نتوقع الحصول على الـ ١٠٠ دولار لمدة خمس سنوات ، فإن معدل القيمة الحالية يكون عند التقاء صف عدد السنوات ٥ مع العمود الخاص بمعدل الخصم (خ) = ١٠٪ وتكون القيمة عندئذٍ ٠,٦٢٦٩ أى أن الـ ١٠٠ دولار المنتظرة بعد خمس سنوات تساوى ٦٢,٦٩ دولارًا اليوم . وبالمثل ، مع زيادة معدل الخصم (خ) ، ينخفض معامل الخصم للقيمة الحالية ــ وهو ما يعنى أن المدفوعات المستقبلية تساوى أقل من اليوم . إذا ازدادت الفترة المتبقية على السداد أو ازدادت المخاطر ، تنخفض القيمة الحالية للاستثمار .

الجدول ٢ـ٦ هدية العم " لارى " بقيمة ١٠٠ دولار

	معاملات خصم القيمة الحالية		
السنة (س)	**معدل الخصم (خ) ٦٪**	**خ = ٨٪**	**خ = ١٠٪**
صفر	١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠
١	٠,٩٤٣٤	٠,٩٢٥٩	٠,٩٠٩١
٢	٠,٨٨٩٠	٠,٨٥٧٣	٠,٨٢٦٤
٣	٠,٨٣٩٦	٠,٧٩٣٨	٠,٧٥١٣
٤	٠,٧٩٢١	٠,٧٣٥٠	٠,٦٨٣٠
٥	٠,٧٤٧٣	٠,٦٨٠٦	٠,٦٢٠٩

وبالتالى تكون المعادلة الخاصة بسعر الخصم لمبلغ ١ دولار تحصل عليه خلال عدد السنوات (س) من الآن بمعدل خصم قدره (خ) هى :

معدل الخصم = ١ ÷ (١ + ح) س

لنر ماذا يحدث عندما يكون معدل الخصم (خ) = ٨٪ ، وعدد السنوات (س) ، فإن الرقم ١ ÷ (١ + ٠,٨) = ٠,٩٢٥٩ ، (٠,٩٢٥٩) × (٠,٩٢٥٩) × (٠,٩٢٥٩) = ٠,٧٩٣٨ ـ وهو تمامًا كما يظهر فى جدول معاملات القيمة الحالية لما وعد به العم " لارى " .

قيمة الوقت بالنسبة للنقود: توصياتنا

إذا كنت جادًا فى الاستثمار ، من الضرورى أن تفهم كيفية تقييم الأسهم والسندات بطريقة سليمة ، وهذا يتطلب منك أن تعرف القواعد الأساسية المتعلقة بقيمة الوقت بالنسبة للنقود ، وأن تتفهم العملية الحسابية الخاصة بكل من التراكم والخصم .

ليست العملية الحسابية صعبة ، ولكنها تتطلب منك أن تفهم العلاقة بين القيم الحالية والمستقبلية وكيفية استخدام الأس وكيفية حساب التراكم ومعرفة القيمة المستقبلية والإلمام بعملية الخصم لمعرفة القيمة الحالية . تتضمن الآلات الحاسبة رخيصة الثمن تلك الوظائف التى تحسب بسرعة القيمة المستقبلية والحالية . ونحن نوصى بشدة بأن تأخذ الوقت اللازم لفهم عملية التراكم والخصم ، وتتعلم كيفية استخدام الآلة الحاسبة لهذه الأغراض .

المبدأ رقم ٨ : توزيع الأصول قرار مهم جداً

من الضرورى أن تقوم بمراجعة وفحص سياسة الأصول والاستثمار لديك بصفة دورية لتحديد أفضل طريقة للاستثمار بما يتناسب مع أهداف حياتك مثل تعليم الأولاد ، أو القيام برحلات تنزهية إلى بلاد أجنبية ، أو الحصول على رخصة طيار ، أو تعلم كيفية التحليق بالطائرات الشراعية ، أو حيازة أحد المنازل ومزرعة للماشية على نهر " ماديسون " فى الصيف . وإلى جانب أهدافك ، قد يكون لديك أيضًا

بعض الاحتياجات للسيولة ، أو اعتبارات الضرائب أو المخاوف الخاصة بالصحة .

باختصار ، أظهرت الأسواق المتقلبة للألفية الجديدة بعض الدروس القيمة الخاصة بالمخاطر والعائد عند إدارة محفظة استثمارية من الأصول . ولقد تعلمنا فى النظرية الحديثة فى الاقتصاد ، أننا إذا كنا سوف نحقق أعلى مستوى من العائد فى ظل وجود مستوى مخاطر مقبول ، فإننا يجب أن ننوع حيازتنا من الاستثمار فى مجموعة متنوعة من الأصول .

تبدأ عملية التنويع ؛ أى توزيع الأصول ، بعملية تقسيم أموال الاستثمار بين أنواع الأصول المختلفة . أكثر أنواع الأصول الأساسية هى الأصول النقدية والودائع قصيرة الأجل والسندات والأوراق المالية ذات الدخل الثابت والأسهم العادية . يميل المستثمرون المتحفظون إلى استثمار معظم أموالهم على هيئة نقود سائلة وأوراق مالية ذات دخل ثابت ، فى حين يقوم المستثمرون الأكثر جرأة باستثمار جزء من ثروتهم فى أسهم عادية .

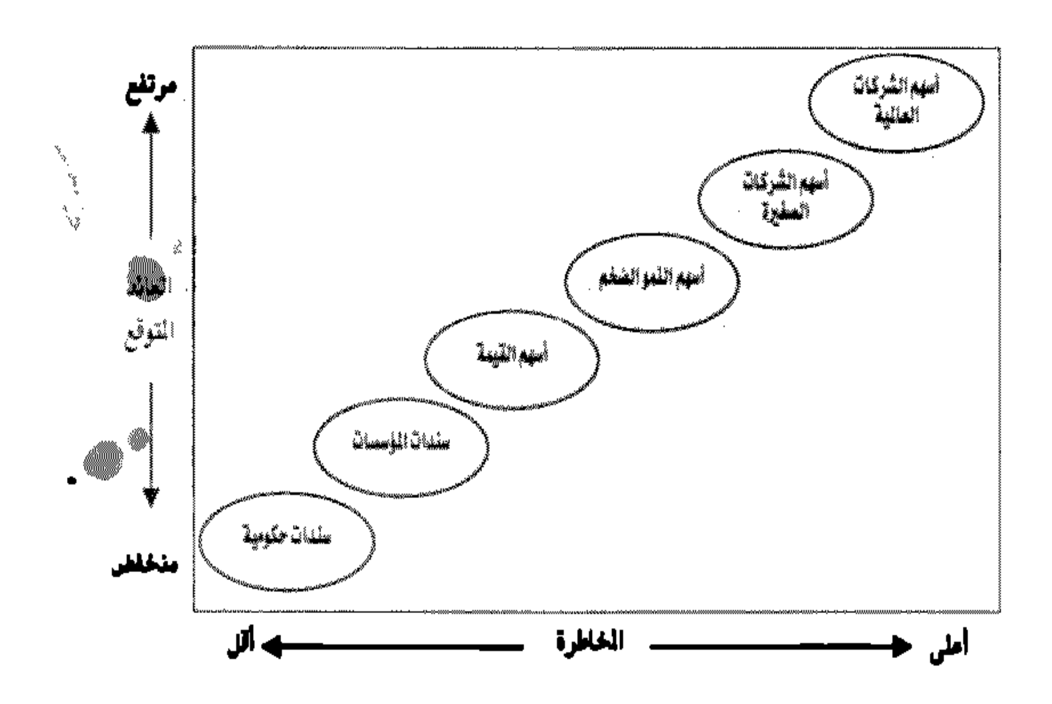
يوجد داخل أنواع الأصول أنواع وتوزيعات فرعية . تشمل السندات أنواعًا فرعية ترتبط بإصدار الأوراق المالية (خزانة ، شركات ، محليات ، نقد أجنبى) ومدى الاستحقاق (أجل قصير ، أجل متوسط ، أجل طويل) . بالنسبة للأسهم العادية ، هناك أنواع فرعية متعددة . وترتبط الغالبية منها بالقيمة فى السوق: رأس مال كبير ـ ما يزيد عن ٥ مليار دولار ـ ورأس مال متوسط ـ من ١ مليار إلى ٥ مليار دولار ـ ورأس مال صغير ـ أقل من مليار دولار ـ وكذلك نوعية الأسهم ، أى إذا ما كانت الأسهم عالية القيمة أو ذات نمو سريع .

وتنطبق العلاقة التبادلية بين المخاطر والعائد التى تم مناقشتها فى المبدأ الأساسى رقم (١) على أنواع الأصول أيضًا ، كما هو موضح فى الرسم (٢ ـ ٧) التالى . تحظى أنواع الأصول ذات الدخل الثابت بمخاطر أقل (كما تم قياسها من خلال الانحراف المعيارى للعوائد) وتقدم عوائد متوقعة أقل من أنواع الأصول التى تضم أسهمًا ذات دخل متنوع . ومن بين أنواع الأصول التى تضم أسهمًا . تميل أسهم الشركات الكبيرة إلى أن تكون أقل مخاطر من أسهم الشركات الصغيرة ، وتميل الأسهم عالية القيمة عامة

إلى أن تكون أقل مخاطر من الأسهم ذات النمو السريع . وبمرور الوقت ، أظهرت الأسهم العالمية مخاطر أكبر وعوائد أكبر من الأسهم المحلية .

الخليط الأمثل لتوزيعات الأصول

يحتفظ بعض المستثمرين بنسبة ثابتة من أموالهم على هيئة أصول متنوعة (مثلاً ٢٠٪ أصول نقدية ، ٣٠٪ سندات ، ٥٠٪ أسهم) ويفضل آخرون تغيير توزيعات الأصول لديهم اعتمادًا على توقعاتهم للمخاطر والعائد . وتستخدم الشركات فى وول ستريت استراتيجيات سوق توصى بخليط معين من توزيعات الأصول للعملاء .



الرسم ٢ ـ ٧ المخاطر والعائد وفقًا لنوع الأصل

تقوم صحيفة وول ستريت جورنال دوريًا بإجراء استفتاء أو اقتراع لشركات السمسرة لتحديد مستويات توزيع الأصول المفضلة لديها . وقد تراوحت التوزيعات الموصى بها فى أحد الاقتراعات الأخيرة من ٨٪ أسهم ، ١٠٪ سندات ، ١٠٪ أصول نقدية لإحدى الشركات إلى ٤٠٪ أسهم ، ٥٥٪ سندات ، ٥٪ أصول نقدية لشركة أخرى . ويأتى المؤشر المتعارف عليه لـ " وول ستريت " بالنسبة لتوزيعات الأصول عند ١٠٪ أصول نقدية ، ٣٥٪ سندات ، ٥٥٪ أسهم عادية .

يجب أن تعكس معدلات توزيع الأصول الخاصة بك توقعاتك بالنسبة للمخاطر والعائد المتوقع لأنواع الأصول المتباينة . إذا كنت تعتقد أن سوق الأسهم سوف ينهار ، يجب أن تقلل من توزيع الأصول محولاً بذلك الأموال إلى السندات أو الأوراق النقدية . وإذا كنت تؤمن بأن معدلات الفائدة فى الأجل الطويل سوف ترتفع بدرجة كبيرة ، يجب أن تحول الأموال من السندات إلى النقدية . وبهذه الطريقة ، يوجد عنصر يتعلق باختيار التوقيت المناسب عند تنويع الأصول ، لكن تنويع الأصول المستمر حسب حالة السوق - تغيير أنواع الأصول بسبب اعتقادات تتعلق بأدائها المتوقع - لا يحظى بالقبول عند اتباع نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة . وعلى الرغم من ذلك ، يعد هذا عملاً يتقبله العديد من المحترفين فى وول ستريت .

يجب تعديل توزيع الأصول بحيث تتناسب مع ظروف المستثمر الخاصة وما يفضله من ناحية المخاطر . على سبيل المثال : هناك صديق يؤمن بشدة فى نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة وهو أستاذ جامعى معين على درجة وظيفية ثابتة ، ولديه جميع استثماراته فى صناديق أسهم مربوطة بمؤشرات . وهو على علم تام بدخله الذى يأتيه ، ويرى المتحصلات من عمله الأكاديمى المستقر والذى - بخلاف المرض أو الموت - هو فى حماية خلال فترة أجل المحفظة ، ويمثل احتياطى نقدى ثابتًا فى محفظته .

وعلى الجانب الآخر هناك صديق كاتب شبه متقاعد لديه ثروة حديثة والذى لا يريد تحت أى ظرف من الظروف أن يعود إلى العمل طول الوقت فى الواقع الحقيقى . إنه يعانى الألم والذعر إذا رأى قيمة محفظة الأسهم لديه تهبط ، إنه لا يحب علاقة المخاطر والعائد المرتبطة بسوق الأسهم اليوم ، ويعتقد أن معدلات الفائدة فى الأجل الطويل سوف ترتفع بدرجة كبيرة عن معدلاتها الحالية وهى ٤٪ . وعلى هذا يكون توزيع الأصول لديه هو ٢٠٪ أسهم ، ٢٠٪ سندات ، ٦٠٪ نقدية . وكما ترى من خلال المثالين الواقعيين ، يعتبر توزيع الأصول قرارًا شخصيًا ومهمًا جداً (انظر الرسم ٢ - ٨) .

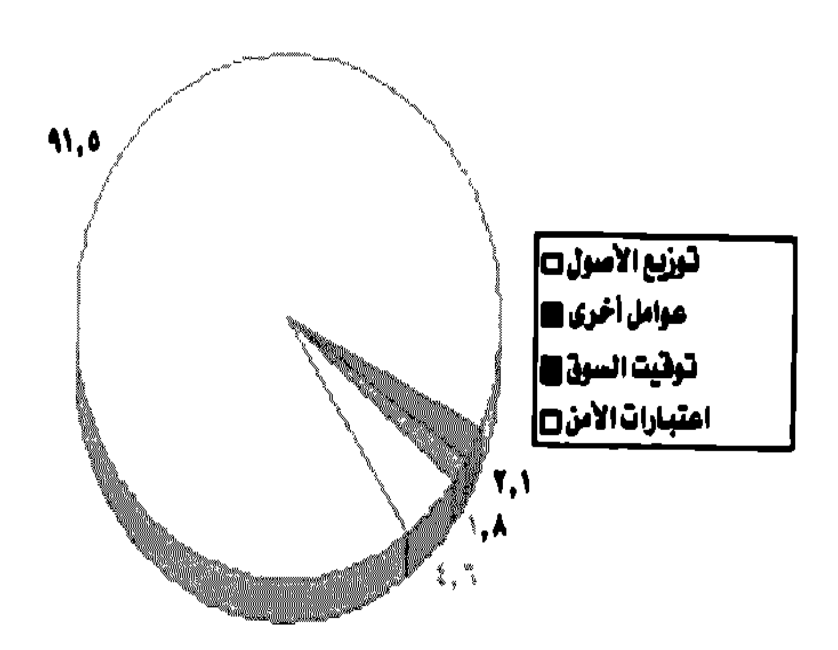
دراسات توزيع الأصول

ألقى الدكتور " جارى برينسون " وزملاؤه الضوء على أهمية توزيع الأصول فى تفسير أداء الصناديق المشتركة وصناديق المعاشات منذ عشر سنوات من خلال دراستين[٧] . ولقد أظهر البحث الذى قاموا به أن أكثر من ٩٠٪ من التباين والاختلاف فى أداء الصندوق بمرور الوقت يرجع إلى توزيع الأصول كما هو موضح فى الرسم ٢ ـ ٨ . ويعنى هذا أنه من منظور معدل العائد الإجمالى ؛ فإن قرار أنواع الأصول التى تستثمر فيها يعد أكثر أهمية من الأوراق المعينة التى يتم اختيارها للاستثمار فيها .

توزيع الأصول : توصياتنا

يجب أن تقسم محفظة الاستثمار لديك إلى أسهم وسندات واحتياطى نقدى . نحن ندرك أن الأسهم ذات المخاطر لها عائد متوقع أعلى من السندات ، والتى لها عائد متوقع أعلى من الاحتياطى النقدى . لنفترض أن عمرك ٥٠ سنة وأنك ناجح فى عملك ولديك أموال كثيرة للاستثمار فيها ، واخترت حسب توصيات وول ستريت الخاصة بتوزيع الأموال أن توزع أموالك على صورة ٥٥٪ أسهم ، ٣٥٪ سندات ، ١٠٪ نقدية . كيف يجب عليك أن تجمع هذه الأموال من الأصول ؟

يجب أن تكون احتياطياتك النقدية جاهزة أو متاحة عند الحاجة إليها ، لذلك نفترض أنك سوف تستثمرها فى حساب غير مقيد خاضع للضريبة . يمكنك استثمار الاحتياطى النقدى فى الصناديق المشتركة لسوق النقد سواء المعفاة من الضريبة أو الخاضعة لها ، اعتمادًا على العوائد المرتبطة بها وشريحة الدخل . ومع تغير العوائد والشرائح الضريبية ، يمكنك التنقل بين هذه الاحتياطيات النقدية بسهولة ـ عادة عن طريق الهاتف أو من خلال شبكة الإنترنت ـ بين الحسابات الخاضعة للضريبة والمعفاة منها .



الرسم ٢-٨ أهمية توزيع الأصول

سوف يعتمد أيضًا قرار الاستثمار سواء فى سندات معفاة من الضرائب أو سندات خاضعة للضريبة على العوائد وشرائح الدخل . سوف يكون مصدر الأموال المستثمرة اعتبارًا إضافيًا . على سبيل المثال : إذا كنت فى الحد الأقصى من شريحة الضرائب وكنت تستثمر أموالك فى أحد برامج " آى . آر . إيه " ، أو ٤٠١ (كيه) أو أحد صناديق التقاعد ذاتية التمويل ، من المحتمل أنك قد تريد أن تشترى سندات خاضعة للضريبة مثل أوراق الخزانة الأمريكية متوسطة الأجل ، أو إصدارات الوكالات ، أو الأوراق المالية المضمونة ، أو أسهم فى أحد الصناديق المشتركة المكونة من السندات غير المحملة بالعمولات التى تستثمر فى هذه الأوراق ، أو السندات الصادرة عن الشركات . سوف تجد دائمًا أنه من المفيد فيما يتعلق بالضريبة أن تستثمر أموالاً من حسابات الاستثمار التى تخضع للضرائب فى سندات معفاة من الضرائب ، أو فى صناديق سندات معفاة من الضرائب غير محملة بالعمولات .

واعتمادًا على ما نفضله وتوقعاتنا الخاصة بالاستثمار ، فإن توزيع الأسهم لدينا لشهر ديسمبر ٢٠٠٢ ينقسم بين أسهم القيمة للشركات الكبيرة وأسهم القيمة للشركات الصغيرة ، وأسهم النمو للشركات الكبيرة وأسهم الشركات العالمية والأسهم الخاصة بالعقارات المحلية مثل صناديق استثمار العقارات . ونحن لدينا تفضيل شديد لأسهم القيمة على أسهم النمو . وأكبر توزيع للأصول لدينا فى أسهم القيمة للشركات الكبيرة بنسبة ٣٥٪ وأسهم القيمة للشركات الصغيرة بنسبة ٢٥٪ . كما أن توزيع الأصول لدينا لأسهم النمو للشركات الكبيرة هو ٢٠٪ وصناديق استثمار العقارات ١٠٪ وأسهم الشركات العالمية ١٠٪ .

يجب أن تحدد أسلوب توزيع الأصول المفضل لديك وفى أى أنواع الأصول تريد أن تركز . سوف يكون توزيع الأصول مماثلاً لعلاقة المخاطر بالعائد ـ أى مقدار المخاطر التى تستطيع تحملها عندما يتعلق الأمر بالتقلبات والخسائر المتوقعة فى توزيع الأسهم . كما أن علاقة المخاطر بالعائد أيضا تعد عاملاً مهمًا فى تحديد مكانك فى دورة الحياة المالية . ومع اقتراب سن التقاعد ، قد يكون من الأفضل تخفيض عدد الأسهم وزيادة الحصة الخاصة بالسندات .

دائمًا ما نريد أن يكون لدينا تعرض لسوق الأسهم ، ولكن اعتمادًا على توقعاتنا للسوق ، نحن نحتفظ بحق زيادة أو تقليل هذا التعرض . ألا يبدو الأمر وكأنه وضع توقيت للسوق ؟ كمثال : عندما وقعت أحداث ١١ سبتمبر وسيطرت مخاوف مسحوق الأنثراكس (الجمرة الخبيثة) على الأخبار ، كان يبدو أن هناك خطرًا إرهابياً فى كل مكان . واستجابة لذلك ، قمنا بتخفيض نسبة الأصول المخصصة لسوق الأسهم وتحويلها إلى أصول نقدية . ومع الهجمات الأمريكية التالية فى أفغانستان تحول الرأى العالمى وسوق الأسهم إلى الشكل الإيجابى . ومع ذلك ، بدأت الإشاعات الخاصة بالفضائح والمشاكل المحاسبية فى شركة إنرون تظهر على السطح . وسرعان ما تلى ذلك إخفاق شركتى وورلدكوم وأدلفيا . فى نهاية عام ٢٠٠٢ ، جعلت المخاوف من ظهور مشاكل مع شركات أخرى ، وكذلك التهديد بشن حرب على العراق المستثمرين يحتفظون بحصص قليلة من الأسهم .

المبدأ رقم ٩: تنويع الأصول يقلل من المخاطر

تحدثنا في المبدأ رقم ٣ وقلنا إن المستثمرين الأذكياء متجنبون للمخاطر . لذا يجب أن تكون هناك زيادة متوقعة ملموسة في العوائد حتى يقبل المستثمرون على تلك المخاطر . وسبق أن ناقشنا العلاقة المباشرة بين العائد والمخاطر المتوقعة في المبدأ رقم ١ . وطبقاً لهذا المبدأ فإنك إذا أردت أن تحقق عائدًا أعلى ، سوف يكون عليك تحمل المزيد من المخاطر .

ما هو مقدار المخاطر التي تتعامل معها في محفظة الاستثمار الخاصة بك ؟ هل تستطيع النوم ليلاً وأنت تعرف أن الأموال التي تحتفظ بها وتستثمرها من أجل تقاعدك يمكن أن تقل إلى النصف بسبب أي عدد من العوامل الاجتماعية والسياسية والاقتصادية ، والتي يمكن أن تكدر الأسواق المالية في العالم ؟ هذه مشكلة محيرة . كلنا نريد تحقيق عوائد أعلى . ولكن ، هل نستطيع التعامل مع المخاطر المرتفعة اللازمة لتحقيق العائد المتوقع ؟ ماذا لو حدثت كارثة ؟ إن تحديد قدراتك على تحمل المخاطر يعد خطوة مهمة أولى في عملية الاستثمار . وهناك العديد من المواقع الإلكترونية بها اختبارات تساعدك على معرفة مدى قدرتك على تحمل المخاطر .

إن الخطوة الأولى في تقليل مخاطر محفظتك الاستثمارية هي أن تقوم بتنويع أنواع الأصول التي تحوزها . ويعني التنويع توزيع ونشر ثروتك بين عدد من الاستثمارات المختلفة . إن الهدف من التنويع هو الاستثمار في مجموعة من الأصول التي تزودك بأفضل عائد ممكن آخذًا في الاعتبار مستوى مخاطر معين . ونعني بكلمة الأصول هنا كل شيء له قيمة بالنسبة لك : أسرتك ، منزلك ، عملك ، صحتك ، سيارتك ، أثاثك ، ملابسك ، بالإضافة إلى الأصول المالية الصريحة مثل وثائق التأمين ، والأسهم ، والسندات ، والاحتياطي النقدي .

عندما تتخذ قرارات تؤثر في المخاطر والعائد ، فكّر في المبلغ الإجمالي لأصولك ـ عملك ، منزلك ، وكل أصولك الملموسة والمالية ، وتخيل أنك محتفظ بها في محفظة واحدة ، أي بوتقة أو وعاء واحد . وللحماية من التركيز الزائد عن اللازم لأصولك في إحدى المؤسسات المالية التي يمكن أن تخفق ، نقترح أن تحتفظ بحسابات مالية لدى بنوك تجارية مختلفة

وشركات سمسرة وشركات صناديق مشتركة . وداخل هذه الحسابات ، وزّع أصولك بكفاءة لتقليل الضرائب بالطريقة التى تمت مناقشتها فى المبدأ رقم ٨ .

وأولى الخطوات هى وضع قائمة إحصائية بكل ما لديك من أصول .

وظيفتك ، ومنزلك ، والشركة التى تعمل بها

إذا كنت لا تزال شابًا وتنوى العمل لعدد من السنوات ، فإن أكبر أصل لديك هو رأسمالك البشرى ـ القدرة على تحقيق دخل من خلال تسويق مهاراتك وعملك . فسوف يأتى جزء كبير من التدفقات النقدية التى سوف تمول حياتك وتمكنك من شراء استثمارات من وظيفتك .

وحيث إن الهدف من التنويع هو تقليل المخاطر التى قد تتعرض لها أصولك ، يجب أن تتجنب الاستثمار فى سهم الشركة التى تعمل بها . تجنب أيضًا الاستثمار فى الشركات التى تعمل فى نفس مجال عمل شركتك . على سبيل المثال : إذا كنت تعمل فى الصناعة المالية المتقلبة إلى حد ما كالعمل فى أحد بنوك الاستثمار مثل ميريل لينش ، يجب عليك ألا تستثمر جزءًا كبيرًا من أصولك فى سهم بنك جولدمان ساكس .

من ناحية المخاطر ، إنها فكرة سيئة بالنسبة لأحد الموظفين أن يخصص جزءًا كبيرًا من محفظة الاستثمار الخاصة به للاستثمار فى سهم الشركة التى يعمل فيها ، سواء فى حساب تقاعد أو من خلال حيازته لأسهم بها . لقد شعرنا بالألم لما حدث للعاملين وأصحاب المعاشات وحملة أسهم شركة إنرون . وغالبًا ما تعمل الشركات على أن يكون الأمر جذابًا من الناحية المالية بالنسبة للموظفين العاملين بها لشراء أسهم الشركة ، وأحيانًا يكون ذلك من خلال تقديم خصم كبير . إذا كان الخصم كبيرًا بما فيه الكفاية اشتر سهماً بالشركة ، ولكن فى أول فرصة قم بتسييل الأسهم ونقل الأموال إلى أصول أخرى .

وبالمثل ، يتمثل جزء كبير من ثروة وأصول العديد من الأسر والعائلات الأمريكية ، خاصة من الأسر الصغيرة فى منازلهم ــ إذا كنت تعيش فى إحدى المناطق التى تعتمد على صناعة واحدة ، مثل : صناعة التكنولوجيا فى وادى السيليكون أو صناعة التسلية فى لوس أنجلوس ، أو صناعة المال فى نيويورك تجنب استثمار جزء كبير من أصولك المالية ـ والمتمثلة فى هذه

الحالة فى منزلك - فى هذه الصناعة . فلا أحد يريد أن تؤثر الأحداث الاقتصادية السلبية فى كل من استثماراتك المالية ، وقيمة منزلك كذلك ، معطية بذلك إياك جرعة مضاعفة من الألم .

إذا كنت تعمل فى إحدى الشركات التى تهيمن على المنطقة التى تعيش فيها ، وكان لديك استثمار كبير فى أحد المنازل ، وأيضا أموال مستثمرة فى أسهم شركتك ، فإن اخفاق الشركة يمكن أن يكون بمثابة كارثة لك . إن كل ما تملكه يمكن أن يتعرض لضربة ثلاثية ــ فقدان وظيفتك ، وانخفاض حاد فى حساب استثماراتك وحساب التقاعد والقيمة المنهارة لمنزلك . على سبيل المثال ، تعد مصائب شركة أدلفيا ثلاثية التأثير على العاملين الذين يعيشون فى المدينة الريفية الصغيرة " كودرسبورت " بولاية " بنسلفانيا " ، حيث المقر الرئيسى للشركة .

فى أول خطوة للتنويع ، حاول أن تفصل الأصول المرتبطة بالعمل عن أصول الاستثمار الخاصة بك . كذلك لا تبالغ فى الاستثمار فى أحد المنازل إذا كانت قيمته ترتبط بشدة بحالة وسلامة الشركة التى تعمل فيها .

الأصول المالية

سوف نفترض أن لديك أصولاً سائلة كافية لتمويل ستة أشهر من المصروفات ومواجهة بعض الأحداث الطارئة غير المتوقعة ، وأن لديك تغطية تأمينية لتغطية الحوادث المأساوية . فى المبدأ رقم ٨ ، أشرنا إلى أن عملية التنويع تبدأ بتوزيع الأصول . إن توزيع أو نشر أموالك على أنواع أصول بديلة يقلل من المخاطر الكلية لمحفظتك . ونحن نريد الآن أن نتقدم خطوة أكثر ونصل إلى فهم أفضل لتنويع والمخاطر .

إن العنصر الأساسى المتعلق بعملية التنويع ، وبالتالى تقليل المخاطر هو مدى ارتباط أصولك ببعضها البعض . والارتباط هو عملية إحصائية تقيس الدرجة التى ترتبط بها حركة اثنين من المتغيرات . ويقاس الارتباط على مؤشر من -١,٠ إلى +١,٠ . إذا كان معامل الارتباط للاثنين من الأسهم +١,٠ فإنه عند ارتفاع أحد الأسهم ١٠٪ ، فإن السهم الآخر سوف يرتفع بنسبة ١٠ ٪ هو الآخر . وعلى العكس ، فإن كان معامل الارتباط قدره -١,٠ فإن ذلك يعنى أنه عندما يرتفع أحد الأسهم ، يهبط السهم الآخر . إذا كان معامل الارتباط قدره صفر يعنى هذا عدم وجود علاقة ذات معنى

بين المتغيرين . وإذا كانت أصولك مترابطة بدرجة كبيرة زادت نسبة المخاطر ، ففى حال انخفاض قيمة أحدها سينخفض الآخر ، والعكس صحيح .

تعد شركة كوكاكولا وبيبسى مثالين على سهمين فرديين مرتبطين ارتباطًا شديدًا . حيث تتأثر هاتان الشركتان بنفس العوامل من نفس القوى بدرجة متشابهة . بينما يوجد بين إحدى شركات البترول وإحدى شركات الطيران علاقة ارتباط سلبى . عندما ترتفع أسعار البترول ، تستفيد شركة البترول من خلال العوائد المتزايدة من المبيعات فى حين أن شركة الطيران تعانى بسبب الزيادات فى أسعار الوقود وتكاليف التشغيل المرتفعة . فمن الضرورى أن تأخذ فى الاعتبار ارتباط الأصول ببعضها عند تأسيس المحفظة .

إن تحقيق أعلى عائد ممكن يعرف بالاستثمار بكفاءة ـ الاستثمار فى الجبهة ذات الكفاءة . والجبهات ذات الكفاءة هى المحافظ التى تصمم بمساعدة برامج الكمبيوتر وهى بعيدة عن مجال هذا الكتاب . يتم إنجاز هذا النوع من الاستثمار عادة من خلال الاستثمار فى أنواع مختلفة من الأصول . وتعد أنواع الأصول الأكثر شهرة بالنسبة للأسهم هى أسهم القيمة وأسهم النمو وأسهم الشركات الكبيرة والصغيرة . والآن ، إذا كنت قد قررت أن تزيد من العائد المتوقع على أصولك من خلال استثمار جزء من محفظتك فى الأسهم العادية ، كيف تقوم بعملية التنويع لتقليل المخاطر ؟

يواجه حملة الأسهم نوعين من المخاطر : المخاطر النظامية وغير النظامية . وتتمثل المخاطر النظامية فى مخاطر سوق الأسهم . حيث تحدث تغيرات فى أسعار الأسهم من خلال التغيرات فى قوانين الاقتصاد والضرائب والعوامل الأخرى فى السوق . وعندما تتغير هذه العوامل ، فإنها تؤثر فى السوق ككل . وعلى الرغم من أن التغيرات النظامية فى السوق تؤثر فى كل سهم إلى درجة معينة ، فإن الأسهم كافة تتأثر . وكما ناقشنا فى المبدأ رقم ١ ، فإننا نقوم بقياس المخاطر النظامية أو مخاطر السوق لأحد الأسهم من خلال معامل بيتا .

بينما تكون المخاطر غير النظامية قاصرة على شركة معينة . وهى تحدث لسهم معين بسبب قرارات اتخذتها إحدى المؤسسات المرتبطة بالصناعة التى تعمل فيها . فى حين أن المخاطر غير النظامية تختلف من

شركة إلى أخرى ، إلا أنه يمكن أن تكون لها تأثيرات على الشركات التى تعمل فى صناعات مرتبطة ببعضها البعض .

المخاطر الكلية = المخاطر النظامية + المخاطر غير النظامية

يساعد التنويع فى المحفظة على تقليل المخاطر غير النظامية . تذكر أنه فى المتوسط ، يمكن موازنة المفاجآت السلبية الخاصة بأحد الأسهم والتى تؤثر فى الشركات داخل محفظة متنوعة من خلال المفاجآت الإيجابية .

الجدول ٢ ـ ٧ كم عدد الأسهم اللازمة لتكوين محفظة استثمارية متنوعة ؟

عدد الأسهم فى المحفظة	متوسط الانحراف المعيارى للعوائد السنوية للمحفظة	نسبة الانحراف المعيارى للمحفظة لكل سهم على حدة
١	٤٩,٢٤٪	١٠٠٪
١٠	٢٣,٩٣٪	٤٩٪
٥٠	٢٠,٢٠٪	٤١٪
١٠٠	١٩,٦٩٪	٤٠٪
٣٠٠	١٩,٣٤٪	٣٩٪
٥٠٠	١٩,٢٧٪	٣٩٪
١٠٠٠	١٩,٢١٪	٣٩٪

يلخص الجدول (٢ ـ ٧) نتائج إحدى الدراسات[٨] التى قام بها " ماير ستاتمان " فى عام ١٩٨٧ . ألقت الدراسة نظرة على محافظ استثمارية تم وضعها فى مجموعات بشكل عشوائى تتكون من أسهم ذات أحجام ونوعيات مختلفة لتحديد مقدار التنوع الذى يمكن تحقيقه فى إحدى المحافظ . وكما نعلم ، فإن تقلبات الأسهم العادية تقاس من خلال الانحراف المعيارى لعوائدها . وقد وجد أن المتوسط السنوى للانحراف

المعيارى لأحد الأسهم هو ٤٩,٢٤٪ وهو مقدار كبير . ووفقًا لما توصلت إليه الدراسة ، إذا تم جمع ١٠ أسهم تم اختيارها بطريقة عشوائية ووضعت فى إحدى المحافظ ، فإن تقلبات هذه المحفظة تنخفض بما يزيد عن ٥٠٪ لتصل إلى متوسط قدره ٢٣,٩٣٪ . ولم تكن تقلبات إحدى المحافظ المكونة من ١٠ أسهم أكبر بكثير من تقلبات إحدى المحافظ المكونة من ١٠٠٠ سهم .

واعتمادًا على هذه النتائج ، نرى أن التنوع من السهل تحقيقه فى إحدى المحافظ . والأمر لا يتطلب مئات الأسهم لتنويع إحدى المحافظ بطريقة جيدة ـ تشير معظم الدراسات إلى أن من ٢٠ إلى ٢٥ سهمًا تعد كافية . ومع ذلك ، تتطلب هذه العملية أن يتم اختيار الأسهم من صناعات مختلفة لتقليل معامل الارتباط بين الأصول . حيث يحدث التنوع فى إحدى المحافظ فقط إذا كانت الأسهم المنتقاة تتعرض لأنواع مختلفة من المخاطر غير النظامية ، بمعنى أن أسعار الأسهم لا تتحرك بخطوات متلازمة لأنها جميعًا داخل نفس الصناعة أو داخل صناعات مرتبطة بدرجة كبيرة .

وفى حين أن التنوع يقلل المخاطر من خلال توزيع الاستثمارات على عدد أكبر من الأوراق المالية ، فإنه يقلل من المكاسب التى كان يمكن أن تحصل عليها لو أنك ركزت استثماراتك فى عدد قليل من الأسهم التى اتضح أنها أسهم رابحة بطريقة لا تصدق . ومع ذلك ، هل تستطيع تحمل استثمار الجزء الأكبر من ثروتك فى أحد الأسهم الخطرة التى إما أن تصعد بك إلى القمر أو تجعل منك مفلسًا بائسًا ؟ لكن هل تعتقد أنه بمقدورك التنبؤ بأداء سهم إحدى الشركات الواعدة ، وأن أداءه سيكون مماثلاً لأداء أسهم شركات مثل " ميكروسوفت " أو " ديل " أو " سيسكو " فى التسعينات مثلاً ؟ على الأرجح سيكون هذا صعبًا !

قد لا يجعلك التنوع شخصاً ثرياً مثل " بيل جيتس " ، أو " وارين بافيت " (كلاهما أصبح غنيًا من خلال التركيز فى استثماراتهما) ولكن إذا كنت من المتجنبين للمخاطر ، وتشعر بألم نتيجة الخسارة أكثر من السعادة التى تشعر بها من الفوز ، فإن التنوع هو الطريق الذى يجب أن تسلكه .

التنوع: توصياتنا

لقد قمنا بتقديم توصياتنا المتعلقة بالأصول الخاصة بعملك ومنزلك واستثماراتك فى الشركة التى تعمل فيها . حاول أن تعزل هذه الاستثمارات الثلاثة قدر الإمكان ! كما تناولنا أيضًا بالمناقشة كيفية استثمار احتياطياتك النقدية السائلة والسندات بطريقة كفء تحقق لك أقصى استفادات ضريبية ، وذلك من خلال استخدام الصناديق المشتركة غير المحملة بعمولات بيع وكيفية تنويع أصولك داخل هذه الأنواع من الاستثمارات . وإليك ما نقوم به لتنويع حيازتنا من الأسهم . نحن نقوم بتقسيم المبلغ الذى خصصناه لمحفظة الاستثمار إلى ٢٠ قسمًا نسبة كل منها ٥٪ ونقوم باستثمار هذه المبالغ فى مجموعة من الأسهم والصناديق المشتركة غير المحملة بعمولات .

لنفترض أن عملية تحليل الأسهم أعطتنا مؤشرات قوية لشراء بعض الأسهم المنخفضة القيمة . إذا كانت فكرتنا عن السوق أنه آخذ فى الصعود ووجدنا أن السعر مناسب ، فسوف نقوم بشراء تلك الأسهم بقيمة ٥٪ من المحفظة ، ثم نقوم بتكرار هذا العمل فى التسعة عشر قسمًا المتبقية ، مع التأكد من أن الأسهم التى فى حوزتنا غير مرتبطة ببعضها بشكل كبير . وإذا كانت توقعاتنا الخاصة بالارتفاع شديدة فيما يتعلق بأحد الأسهم التى لدينا ، فإننا نسمح بزيادة النسبة المخصصة له بحد أقصى ١٠٪ من إجمالى محفظة الاستثمار ، وسوف يتم بيع أية حصة تزيد عن ١٠٪ عندما نقوم بعمل إعادة موازنة لمحفظة الاستثمار لدينا والتى نقوم بها على أساس سنوى .

لنفترض أنه لم يلفت أى من الأسهم انتباهنا . سوف يتم تخصيص محفظة الأسهم بالكامل فى الصناديق المشتركة غير المحملة بعمولات . ما هى أنواع هذه الصناديق ؟ بما أن الصناديق المشتركة نفسها متعددة الأنواع ، سوف نركز على عدد قليل من المجالات مثل : أسهم الشركات الكبيرة المحلية وأسهم القيمة للشركات الصغيرة وأسهم النمو للشركات المحلية الكبيرة وأسهم الصناديق الدولية وأسهم الصناديق المحلية بالإضافة لأسهم سوق العقارات . يمكن تخصيص من ٢٥٪ إلى ٣٥٪ لكل من صناديق أسهم القيمة للشركات الكبيرة غير المحملة بعمولات ،

وصندوق " راسيل ٢٠٠٠ " أو صندوق " بارا " لأسهم القيمة . ويمكن تخصيص حتى ٢٠٪ لصندوق مؤشر إس آند بى ٥٠٠ المكون من أسهم النمو للشركات الكبيرة . وكذلك تخصيص من ٥٪ إلى ١٠٪ لأحد الصناديق الدولية وأيضًا صندوق استثمار يضم أسهم شركات العقارات .

كما أننا نجمع بين الأسهم الفردية والصناديق المشتركة لتحقيق التوزيع والتنويع المطلوب فى الأصول . لنفترض أننا نريد الاحتفاظ بنسب التخصيص أو التوزيع التالية والخاصة بالأسهم : أسهم القيمة للشركات المحلية الكبيرة ــ ٣٥٪ ، أسهم القيمة للشركات المحلية الصغيرة ــ ٢٠٪ ، صناديق أسهم شركات العقارات ــ ١٠٪ ، أسهم عالمية ــ ١٠٪ . على سبيل المثال : إذا كنا نملك حصة قدرها ٥٪ فى صندوق استثمار شركات العقارات ، فإننا سوف نستثمر ٥٪ فى صندوق العقارات غير المحمل بالعمولات . إذا كان لدينا نسبة قدرها ٥٪ فى أسهم شركة سيسكو وأنتل ، فإننا سوف نستثمر ١٠٪ فقط فى صندوق أسهم مؤشر إس آند بى ٥٠٠ ، أو إذا كنا نملك حصة قدرها ٥٪ فى سهم شركة تليفونز دى ميكسيكو ، فسوف نقلل من استثماراتنا إلى ٥٪ فى صندوق الاستثمار الدولى غير المحمل بعمولات .

المبدأ رقم ١٠ : يجب استخدام أحد نماذج تسعير الأصول لتقييم الاستثمارات

يرتفع مستوى القلق بشدة لدى بعض طلاب التجارة فى السنة النهائية والذين يأخذون درس الاقتصاد التمهيدى فى جامعة " بين ستيت " عندما نذكر لهم نموذج تسعير أصول رأس المال حيث يعتقد الطلاب أننا سوف نمطرهم بمعادلات تتعلق بالمشتقات ، أو نستخدم نموذج تسعير الخيارات الذى ابتكره " بلاك " ، و " شولز " لإثبات بعض النظريات الغامضة . فى الواقع ، يمكن تبسيط نموذج تسعير الأصل الرأسمالى إلى معادلة قصيرة والتى تربط العائد المتوقع على أحد الأصول بمخاطر هذا الأصل .

نموذج تسعير الأصل : ما الذى يقوم به ؟

هو نموذج بسيط يقوم بتقدير معدل العائد الذى يجب أن يتوقع المستثمر الحصول عليه على أحد الأصول الخطرة . كما قد يكون الغرض الرئيسى منه هو تحديد معدل الخصم المستخدم عند تقييم أحد الأسهم . وهذا النموذج شائع الاستخدام فى عمليات المال والاقتصاد ، ولكن معظم استخداماته ليست مجال هذا الكتاب . وسوف يشرح الفصل السادس النموذج ، ولكن فيما يلى الأشياء الضرورية حتى يمكن استخدامه للمساعدة فى تقييم أى سهم .

يبين نموذج تسعير الأصل أن العائد المتوقع لأحد الأصول الخطرة مثل أى سهم من الأسهم العادية يساوى العائد على الأصل الخالى من المخاطر مضافاً إليه قيمة علاوة المخاطر . هذا كل ما هناك ! وعندما توضع فى شكل معادلة فإنها تكون على هذا الشكل :

العائد المتوقع = معدل عائد الأصل الخالى من المخاطر + علاوة المخاطر

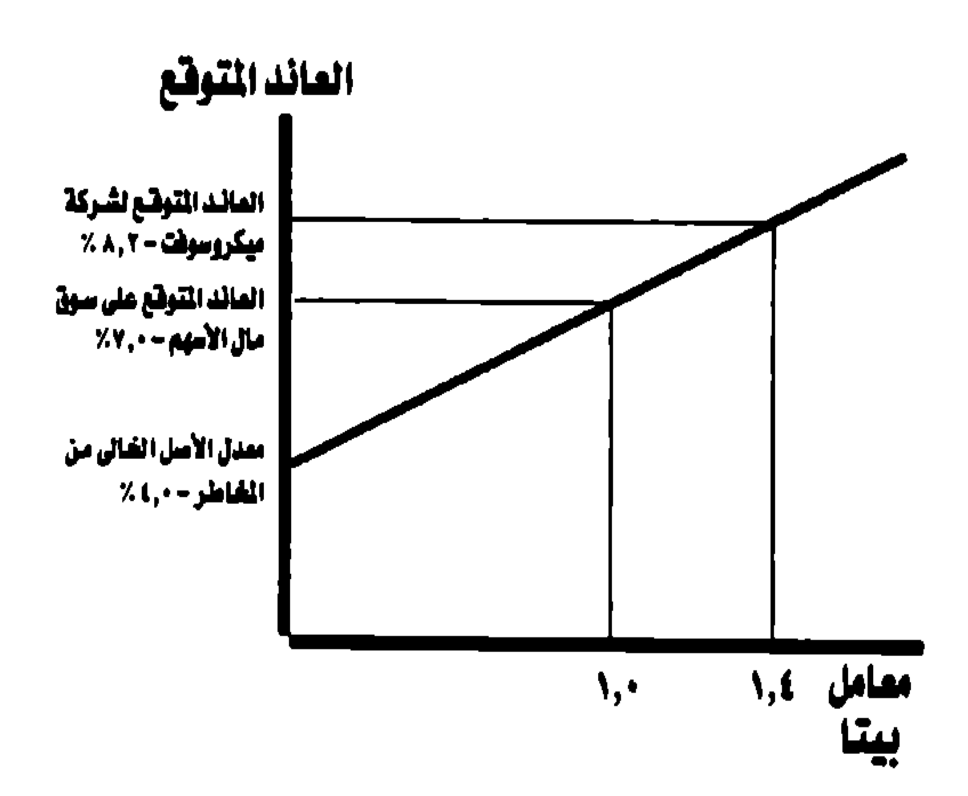
وعند تفصيلها تبدو هكذا :

العائد المتوقع = المعدل الخالى من المخاطر + معامل بيتا × [علاوة مخاطرة سوق الأسهم ـ المعدل الخالى من المخاطر]

وسيكون المعدل الخالى من المخاطر الذى نستخدمه للتقييم هو معدل سندات الخزانة طويلة الأجل (١٠ سنوات) . تتكون علاوة المخاطر من عاملين : معامل بيتا للأسهم وعلاوة مخاطر سوق الأسهم ككل مطروحًا منها المعدل الخالى من المخاطر .

عندما نقوم بتقييم أحد الأصول التى تنطوى على مخاطر ، فإننا نفترض أن المستثمرين متجنبون للمخاطر وبذلك يفضلون مخاطر أقل . انظر المبدأ الأساسى رقم ٣ . وبسبب تجنب المخاطر ، يقوم المستثمرون بتنويع حيازاتهم ويسعون وراء أكبر عائد متوقع بالنسبة لمستوى المخاطر الذى اختاروه ، انظر المبدأ رقم ٩ . وحيث إن المستثمرين يحتفظون بمحافظ متنوعة ، فإن مقياس المخاطر لأى استثمار جديد يكون فقط المخاطر النظامية لهذا النوع من الاستثمار والمقاسة بمعامل بيتا .

ماذا يعنى هذا فى الواقع ؟ يعنى هذا أن المستثمرين لن يقوموا بشراء أوراق مالية تنطوى على مخاطر إلا إذا حصلوا على عوائد مرتفعة . ويعتمد مقدار ارتفاع العوائد على مخاطر السهم مقاسة بمعامل بيتا لهذا السهم ، بالإضافة إلى مقدار علاوة مخاطر السوق . ولقد قدمنا علاقة العائد بالمخاطر فى الرسم (٢ ـ ٨) . إذا قام سوق الأسهم بتسعير الأسهم بالطريقة التى تتماشى مع نموذج تسعير الأصل ، فإن العائد المتوقع على كل سهم يجب أن يهبط إلى خط العائد والمخاطر الموضح فى الرسم (٢ ـ ٩) .



الرسم ٢ـ٩ رسم بيانى لنموذج تسعير الأصل الرأسمالى

إذا استطعت تقدير معامل بيتا لأحد الأصول وعلاوة مخاطر السوق ، تستطيع تقدير العائد المتوقع لأحد الأسهم . يمكنك الحصول على معاملات بيتا للأسهم المختلفة على موقع Yahoo Finance وفى مواقع مالية عديدة أخرى على شبكة الانترنت . (سوف نناقش معامل بيتا وعلاوة مخاطر السوق بالتفصيل فى الفصل السادس) وكمثال . دعنا نلق نظرة على العائد المتوقع لسهم شركة ميكروسوفت . سوف نستخدم معدلاً خاليًا من المخاطر قدره ٤٪ وعائدًا متوقعًا على سوق الأسهم قدره ٧٪ . إذا ذهبنا إلى موقع

Yahoo Finance على شبكة الإنترنت وكتبنا الرمز MSFT وهو اختصار شركة ميكروسوفت ، سوف نجد مقدار معامل بيتا ١,٤ . عندما نقوم بوضع هذه الأرقام فى معادلة نموذج تسعير الأصل الرأسمالى ، نحصل على :

العائد المتوقع = ٤٪ + ١,٤ [٧٪ ـ ٤٪] = ٤٪ + ٤,٢٪ = ٨,٢٪

وهذا يعنى أنه يتوقع للسهم العادى لشركة ميكروسوفت أن يحقق هذا العام عائدًا قدره ٨,٢ ٪ .

نموذج تسعير الأصول : توصياتنا

نموذج تسعير الأصول هو النموذج الأب لكل نماذج التسعير . وقد تم ابتكاره منذ منتصف الستينات ، وهو يقدم تقديرًا للعائد الذى يتطلبه السوق للاستثمار فى سهم ينطوى على مخاطر . وقد كان هذا النموذج مجال اختيار العديد من الأكاديميين ووجدت معظمها أنه يمكن استخدامه بطريقة مقبولة . وقد اقترح بعض الأكاديميين أن وضع نماذج أخرى مثل نموذج مواءمة السعر ونموذج تسعير الأصل متعدد العوامل يعملان بصورة أفضل . ولكن أداء هذه النماذج لا يبرر تعقيداتها الزائدة .

نحن نستخدم تكلفة رأس المال من الأسهم التى يقوم بحسابها نموذج تسعير الأصل الرأسمالى كمدخلات لنموذج تقييم التدفقات النقدية المخصومة . وهى طريقة بسيطة جدًا ولكنها قوية لتقدير تكلفة الأسهم والتى تعد عادة أكثر العناصر أهمية عند حساب قيمة رأسمال إحدى الشركات .

تذكر أن قيمة أى استثمار تساوى التدفقات النقدية المتوقعة لهذا الاستثمار ، مخصوماً منه قيمة المخاطر وطول وقت التدفقات النقدية المتوقعة . ونحن نعتقد أن نموذج تسعير الأصل الرأسمالى هو أفضل طريقة لتقدير سعر الخصم المرتبط بأحد الأسهم العادية الخطرة ونوصى بأن تستخدمه أنت أيضا .

الخلاصة

توجد علاقة متبادلة بين العوائد المرتفعة المتوقعة لأى استثمار والمخاطر الكبيرة . وتحظى الاستثمارات الآمنة بعوائد منخفضة . بينما تتطلب العوائد المرتفعة من المستثمرين تحمل مخاطر كبيرة . ولا يفهم معظم المستثمرين المخاطر والعلاقة المتبادلة بين المخاطر والعائد وميل اتجاه عوائد الأسهم إلى الرجوع إلى المستويات المتوسطة ، وهو المفهوم الذى يعرف بالعودة إلى التوسط . من الضرورى أن تفهم هذه المفاهيم وتدرك الوقت الذى يصبح فيه سعر أحد الأسهم مرتفعًا للغاية بدرجة لا يمكن لعمليات الشركة دعم هذا السعر . وعندما تحدث مثل هذه المواقف ، يكون السهم مقيمًا بقيمة أكبر من قيمته الفعلية ـ عليك ببيع هذا السهم !

وتبين الدراسة التى قام به العالمان " فاما " ، و " فرنش " أن المستثمرين يمكنهم تحقيق أموال فى الاستثمار من خلال شراء أسهم ذات قيمة دفترية عالية والمعروفة بأسهم القيمة ، وكذلك من خلال بيع الأسهم ذات القيمة الدفترية المنخفضة والمعروفة بأسهم النمو . هذا هو نوع استراتيجية الاستثمار التى نتبعها فى هذا الكتاب .

بالنسبة للمستثمر المتجنب للمخاطر ، فإن ألم خسارة أحد الدولارات تفوق سعادة كسب أحد الدولارات . تأكد من أنك تفهم المخاطر التى يتضمنها الأصل الذى تستثمر فيه . إذا لم تكن الاحتمالات فى صالحك أو لم يكن العائد كافيًا لتعويض المخاطر ، دعك من السهم وحاول العثور على أى من الاستثمارات التى تلائمك فيما يخص العلاقة بين العائد والمخاطر .

ويشير سعر السهم الحالى إلى المبلغ الذى يكون المستثمر مستعدًا لدفعه للحصول على حصة من هذا الإصدار من السهم أخذًا فى الاعتبار العرض والطلب . فى الأجل القصير ، قد لا يكون للسعر علاقة بالقيمة الحقيقية لهذا السهم . وبمرور الوقت ، يجب أن يتساوى السعر والقيمة بحيث يعبر السعر عن القيمة الحقيقية لهذا السهم . لا تخش من البيع عند سماعك أول أخبار سيئة لا ترضى بها .

ويجب الشعور بالريبة عندما ترى المحترفين فى مجال الاستثمار يتحدثون بفخر عن أدائهم التاريخى . تذكر أداء استثمار " مارثا " . كان

المتوسط البسيط للعوائد التى حققتها هو ١٠٪ سنويًا مقابل متوسط العائد المركب وقدره - ٣٦,٧٥٪ والذى أظهر ما حدث بالفعل لمحفظتها .

حاول تخفيض تكاليف كل العمليات إلى أدنى مستوى ممكن ! افتح حسابات تقاعد تستفيد من الضرائب ، وقم بتمويلها إلى الحد الأقصى الذى يسمح به القانون ويسمح به دخلك .

إذا كنت جادًا فى عملية الاستثمار ، يجب أن تفهم كيفية تقييم الأسهم والسندات . ولكى تقوم بهذا على نحو سليم ، فيجب عليك معرفة القواعد الأساسية المتعلقة بقيمة الوقت بالنسبة للنقود - العملية الحسابية التى يقوم عليها التراكم والخصم . وهذه العملية الحسابية ليست صعبة ، ولكنها تتطلب منك أن تفهم العلاقة بين القيم الحالية والمستقبلية وكيفية استخدام العناصر المفسرة وكيفية معرفة القيمة المستقبلية من خلال التراكم ، وكذلك معرفة القيمة الحالية من خلال عملية الخصم .

وإذا كنت ستحقق أعلى معدل عائد بالنسبة لمقدار المخاطر التى تستطيع تحملها ، يجب تنويع حيازتك من الاستثمارات على مجموعة متنوعة من الأصول . وتبدأ عملية التنويع بتوزيع الأصول - أى تقسيم صناديق الاستثمار بين أنواع الأصول المختلفة . يجب أن تحدد نوع توزيع الأصول المفضل لديك وأنواع الأصول التى تريد التركيز عليها . وسوف يعتمد التوزيع على علاقة العائد بالمخاطر - أى مقدار المخاطر التى تستطيع تحملها عندما يتعلق الأمر بالتقلبات والخسائر المتوقعة فى توزيعك للأصول .

ويعنى التنويع توزيع ونشر ثروتك بين عدد من الاستثمارات المختلفة . إن الهدف من التنوع هو الاستثمار فى مجموعة من الأصول التى تزودك بأفضل عائد ممكن أخذًا فى الاعتبار مستوى معين من المخاطر . ويقلل التنويع المخاطر غير النظامية للمحفظة . تذكر أنه فى المتوسط ، سوف يتم موازنة أو معادلة المفاجآت السلبية بأحد الأصول والتى تؤثر فى الشركات فى محفظة متنوعة من خلال المفأجات الإيجابية . وتشير معظم الدراسات إلى أن تنويع من ٢٠ إلى ٢٥٪ من إجمالى الأسهم يعد كافيًا للتنويع المناسب . ومع ذلك . من المهم أن يتم اختيار الأسهم داخل إحدى المحافظ من صناعات مختلفة ، وذلك لتقليل معامل الارتباط بين هذه الأصول .

ويعتبر نموذج تسعير الأصل الرأسمالى نموذجًا بسيطًا يستخدم العائد الذى يتوقع أى مستثمر الحصول عليه من أحد الأصول الخطرة . والغرض الأساسى من هذا النموذج هو تحديد معدل الخصم الذى تستخدمه عند تقييم أحد الأسهم . ويؤكد نموذج تسعير الأصل الرأسمالى على أن العائد المتوقع لأحد الأصول مثل أحد الأسهم العادية يساوى العائد على الأصل الخالى من المخاطر مضافاً إليه علاوة المخاطر . ونحن نقوم باستخدام تكلفة رأس المال من الأسهم التى قام النموذج بحسابها كمدخلات لنموذج تقييم التدفقات النقدية المخصومة . إنها وسيلة بسيطة جدًا ، لكنها قوية وفعالة لتقدير تكلفة السهم والذى عادة ما يكون أكثر العناصر أهمية فى التكلفة المرجحة لرأس المال لأى شركة .

هذا كل ما تحتاج إلى معرفته عن المال والاقتصاد بصورة مبدئية . والآن سوف نوضح لك كيفية استخدام تلك المبادئ العشر لتقييم أى سهم .

ملاحظات

١. انظر كتاب The Stocks , Bonds , Bills and Inflation إصدار 2002 Yearbook ، شيكاغو ٢٠٠٢ .

٢. دراسة واقعية لأحد الأحداث والتى تتناول حركة أسعار الأسهم لعدد معين من الأيام قبل وقوع أحد الأحداث مثل الإعلان عن الأرباح وحتى عدد معين من الأيام بعد وقوع الحدث . الهدف هو فهم أية ردود أفعال أو استجابة غير عادية لأسعار الأسهم وتحديد سرعة ومقدار استجابة السوق . ويتم تعديل عوائد الأسهم لتتناسب مع الحركة العامة للأسعار فى سوق الأسهم .

٣. انظر كتاب " روبرت إيه . هاوجين " ، The New Finance : The Case Against Efficient Market ، وكتاب " برينتس هول " : The Upper Saddle River ، نيو جيرسى ١٩٩٩ ، وكتاب " روبرت جيه . شيلر " Irrational Exuberance . الصادر فى نيويورك عن دار نشر برودواى بوكس عام ٢٠٠٠ ، ومقال " وارنر ديبونت " ، و " ريتشارد . إتش . ثالر " ? Does the Stock Market Overreact

جريدة " جورنال أوف فاينانس " العدد ٤٠ عام ١٩٨٥ : الصفحات من ٧٩٣ ــ ٨٠٥ .

٤. " ايوجين إف . فاما " ، و " كينيث آر . فرنش " The Cross Section of Expected Stock Returns " جريدة " جورنال أوف فاينانس " العدد ٤٧ عام ١٩٩٢ : الصفحات من ٤٢٧ ـ ٤٦٦ .

٥. انظر مقال " كارين داماتو " بعنوان Doing the Math : Teach Investor's Road to Recovery is Long ، صحيفة " وول ستريت جورنال " عدد الجمعة الأول من مايو ٢٠٠١ .

٦. نفس المصدر السابق .

٧. مقال " جارى بى . برينسون " ، " إل . راندولف هود " ، و " جلبرت إل . بيبور " Determinants of Portfolio Performance " جريدة " فاينانشال أناليست (عدد يوليه / أغسطس ١٩٨٦) . ونفس المقال منقحًا عن نفس الموضوع لـ " جارى بى . برينسون " و " برايان دى . سنجر " ، و " جلبرت إل . بيبور " (عدد مايو / يونيه عام ١٩٩١) .

٨. مقال " ماير ستاتمان " How Many Stocks Make a Diversified Portfolio? جريدة " جورنال أوف فاينانس آند كونتاتتيف أناليزيس " العدد ٢٢ (سبتمبر ١٩٨٧) الصفحات ٣٥٣ ـ ٣٦٤ .

الفصل ٣

تقييم الأسهم : بعض الخطوات التمهيدية

مقدمة للتقييم

فى ٢٩ يوليه عام ٢٠٠٢ وفى منتصف فترة سوق كئيبة غير نشطة دامت لثلاث سنوات ، ارتفع مؤشر داو جونز للشركات الصناعية بمقدار ٤٤٧ نقطة . ثم وصل هذا الأداء إلى ارتفاع قدره ١٠٠٩ نقطة محققاً أعلى نسبة ارتفاع له (١٣٪) على مدار أربعة أيام منذ عام ١٩٣٣ وأعلى معدل زيادة حققه المؤشر خلال أربعة أيام فى التاريخ . جاء هذا الارتفاع فى أعقاب بداية كئيبة لشهر يوليه ، حيث هبطت خلالها الأسعار ١٤٠٠ نقطة متضمنة هبوطاً قدره ٣٢٤ نقطة فى الخامس من يوليه ، ٣٩٠ نقطة فى التاسع عشر من يوليه . وقد عملت هذه التحركات المفاجئة والقفزات المرتبطة بأسعار الأسهم على تنبيه وتحذير كل من المحترفين والمبتدئين فى السوق على السواء . حيث تأثر المستثمرون المتقبلون للمخاطر بالتقلبات المرتبطة بالمسار التصاعدى للسوق خلال فترة التسعينات والتى انتعش فيها

السوق بصورة غير مسبوقة ، وتحولوا إلى متجنبين للمخاطر ، وعانوا خلال فترة انهيار أسعار الأسهم التى أعقبت انفجار الفقاعة .

منذ بداية القرن الحادى والعشرين ، كانت أخبار الشركات التجارية كئيبة . وقد سحقت هجمات الحادى عشر من سبتمبر المستوى العام لأسعار الأسهم . كما أثارت حالات الغش المحاسبى فى شركتى إينرون وورلدكوم قضايا تشريعية فى واشنطن . وتم القبض على مديرين تنفيذين ومديرين ماليين سابقين مثل " جون ريجس " البالغ من العمر ٨٧ عامًا فى شركة أدلفيا و " دينيس كوزلوسكى " المدير التنفيذى لشركة تايكو ، و " سكوت سوليفان " المدير التنفيذى لشركة وورلدكوم وإيداعهم السجن بتهمة الغش وسوء الإدارة . كما أن الفضائح المتعلقة بالتعاملات داخل الشركات مثل بيع أسهم شركة " إمكلون " على يد " سام واسكال " والنجمة " مارثا ستيوارت " كل هذا خلق دراما أكثر من تلك التى تصنعها المسلسلات التليفزيونية .

مع تأرجح سوق الأسهم بهذه الصورة ، يجب عليك تدعيم نفسك بالمعرفة والمعلومات وأحد برامج الاستثمار المعقولة حتى تظل على قيد الحياة . كما يجب عليك أيضًا قياس مخاطر ومكافآت الاستثمار فى الأسهم بطريقة سليمة ، فبالتأكيد أنت لا تريد أن تخسر كل ما تملك بسبب إساءتك الحكم على معدلات تقييم الأسهم .

قبل القيام بعمل حاسم ، هناك بعض الأسئلة التى يجب أن تطرحها وهى كالتالى : هل الظروف الاقتصادية الحالية تبرر المستوى العالى الحالى فى تقلبات سعر السهم ؟ هل أصبح سوق الأسهم بمثابة مغامرة غير مأمونة العواقب ؟ هل أصبح الاختيار العشوائى للأسهم هو الأسلوب المفضل للمستثمرين فى اختيار الأسهم ؟ والأكثر أهمية ، بعد أن رأيت أن أسعار الأسهم تهبط أسرع مما ترتفع ، قد تريد أن تكتشف القيمة الفعلية لأى سهم قبل استثمار أموالك التى حصلت عليها بعد عناء فى هذا السهم .

قد تكون على علم بالفعل بأن معدل نمو الشركة والأرباح ومعدلات الفائدة تؤثر فى سعر السهم . ولكن قد لا تفهم كيفية تداخل جميع هذه العوامل . قد تتساءل :

- كيف يحدد السوق سعر السهم ؟

- ما العوامل المؤثرة على تقييم الأسهم فى السوق اليوم ؟
- لماذا يستجيب سعر السهم بشدة للمفاجآت الخاصة بالأرباح الصغيرة الربع سنوية ؟
- لماذا وكيف تؤثر التغيرات فى أسعار الفائدة على تقييم السهم ؟
- كيف تحقق أموالاً من خلال قراءة هذا الكتاب ؟

سوف نجيب عن هذه الأسئلة ونقدم لك أسلوبًا سهل الاستخدام لتقييم الأسهم ، ونعلمك كيفية تقييم الأسهم العادية بدون ألم أو قلق أو اللجوء إلى التنجيم .

تقييم التدفقات النقدية المخصومة لأحد الأسهم

قبل الاستثمار فى أسهم إحدى الشركات ، عليك القيام ببعض البحث ! هل تفهم نشاط الشركة ؟ ما هى احتمالات نمو الصناعة التى تعمل فيها الشركة وما هو وضع الشركة ؟ من هم المنافسون ؟ ما مدى جودة واستقرار إدارة الشركة ؟

لنفترض أنك أجبت عن هذه الأسئلة بطريقة مرضية ، كيف يساعدك هذا الكتاب ؟ إن ما يقدمه لك هذا الكتاب وكذلك برنامج Value Pro2002 هى الأدوات والتوجيه الذى تحتاج إليه لتقدير القيمة الحقيقية لأى سهم . إذا كنت تحب الشركة ومنتجاتها وسياستها ، يمكنك استخدام أسلوبنا فى التقييم لمساعدتك فى تحديد ما إذا كانت الشركة مقومة بأقل من قيمتها أو بأكبر من قيمتها ، أو مقومة بطريقة عادلة . فحتى سهم أفضل الشركات إدارةً يعد استثمارًا فقيرًا إذا كان سعره مرتفعًا للغاية بالنسبة لقيمته .

يجب أن يعتمد قرار الاستثمار الخاص بك فقط على السعر مقابل القيمة . وإذا أظهر تحليلك أن أحد الأسهم مقوّم بأقل من قيمته بدرجة كبيرة انتهز الفرصة واشتره ! وإذا كان مقوماً بأكبر من قيمته ، يمكنك بيع السهم إذا كان فى حوزتك . يمكنك حتى بيع السهم على المكشوف

(إذا كنت أحد المحترفين فى السوق وتعرف ما تفعل) أو تستطيع متابعة سعر السهم بصبر وتحصل عليه إذا تحرك إلى مجال أو نطاق سعر أكثر ملاءمة . إن أسلوب التدفقات النقدية المخصومة يزودك بالمعلومات التى تحتاج إليها للشراء والبيع بحرص .

تعريفات ترتبط بالتقييم

تعادل قيمة أحد الاستثمارات المالية (سهم ، سند ، عقار ، حساب سوق نقد ، .... إلخ) القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة مخصوماً منها (مخفضاً) قيمة المخاطر المتوقعة وتوقيت هذه التدفقات النقدية . تشكل هذه العلاقة الأساس لنظرية الاقتصاد . وهى أساسية وضرورية لدرجة أنها تحتاج إلى المزيد من التوضيح وتقديم بعض التعريفات المرتبطة بالتقييم .

التدفقات النقدية المتوقعة هى فى الغالب المدفوعات النقدية (توزيعات أرباح ، فوائد زيادة رأس المال) التى يمكن أن تتوقعها (وليس تتمناها) فى الحصول عليها من أحد الأسهم أو الاستثمارات التى تملكها أو الأموال التى تتوقع أن تدفعها تحت بند دين تدين به مثل أحد القروض أو رهن عقارى .

لكى تقوم بعملية الخصم ينبغى أن تضرب فى عدد أقل من واحد . ويعتمد معدل الخصم الذى يجب أن تستخدمه فى أى تقييم على توقيت التدفقات النقدية المتوقعة والمخاطر المرتبطة بالحصول على هذه التدفقات النقدية . يعتبر معدل الخصم دليلاً على الوقت والمخاطرة معًا : معدل الخصم (خ) = (الوقت + المخاطرة) يجب أن يزيد معدل الخصم مع زيادة مخاطر عدم الوفاء بالدين (على سبيل المثال ، سند شركة وورلدكوم) وينخفض مع انخفاض مخاطر عدم الوفاء (على سبيل المثال ، سندات الخزانة الأمريكية) المرتبطة بالمدفوعات النقدية المتوقعة .

وعلى غرار معدل الخصم ، يأخذ معامل الخصم فى الحسبان كلاً من معدل الخصم ووقت التدفقات النقدية المتوقعة . ويعتبر عامل الخصم دليلاً على كل من الوقت ومعدل الخصم : عامل الخصم = (الوقت + نسبة الخصم) على سبيل المثال ، عامل الخصم للتدفقات النقدية لعام واحد والذى نسبة خصمها ٦٪ يساوى ببساطة واحد مقسوما على (١،٠٦)

والذى عند وضعه فى شكل معادلة يكون على النحو التالى ١ ÷ ١,٠٦ = ٠,٩٤٣٤ . بينما معامل الخصم للتدفقات النقدية لمدة عامين والذى سعر خصمها أيضا ٦٪ يساوى واحد مقسومًا على (١,٠٦) = ٠,٩٤٣٤ وهذا المبلغ مقسوم ثانية على (١,٠٦) = ٠,٩٤٣٤ ÷ (١,٠٦) = ٠,٨٩٠٠ ، تستمر هذه العملية بالنسبة للتدفقات نقدية لمدة ثلاث سنوات بقسمة ثالثة على (١,٠٦) . وهكذا وإلى ما لا نهاية . وكما ترى من هذا المثال ، ينخفض معامل الخصم مع زيادة الوقت لحين سداد التدفقات النقدية ، كما أنه ينخفض أيضًا مع زيادة نسبة الخصم .

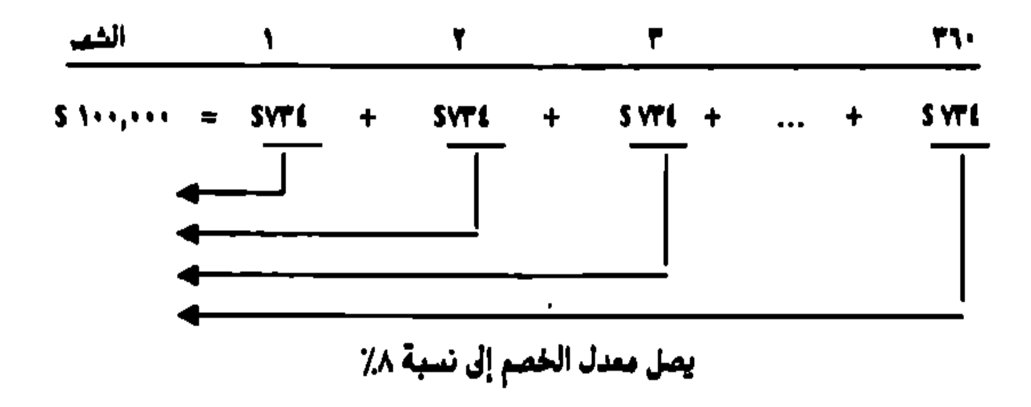
ونحصل على قيمة أحد الاستثمارات والتى تعرف بالقيمة الحالية عن طريق أخذ مجموع التدفقات النقدية المتوقعة مضروبة فى عوامل الخصم المرتبطة بها . وإليك مثالاً : باستخدام سعر خصم قدره ٦٪ وعامل خصم قدره (٠,٩٤٣٤) ، ١٠٠ دولار كتدفقات نقدية متوقعة خلال عام واحد ، تكون القيمة الحالية لهذه التدفقات النقدية ١٠٠ دولار مضروبة فى (٠,٩٤٣٤) أى ١٠٠ × (٠,٩٤٣٤) = ٩٤,٣٤ دولارًا . وباستخدام سعر خصم قدره ٦٪ وتدفقات نقدية قدرها ١٠٠ دولار خلال عامين ومعامل خصم قدره (٠,٨٩٠٠) تكون القيمة الحالية لهذه التدفقات النقدية ١٠٠ × (٠,٨٩٠٠) = ٨٩ دولاراً . وعليه تكون قيمة أحد الاستثمارات هى مجموع القيم الحالية لجميع التدفقات النقدية المتوقعة .

وتكون القيمة الحالية لمبلغى التدفقات النقدية الموضح عاليه كالتالى :

القيمة الحالية = ٩٤.٣٤ دولار + ٨٩.٠٠ دولاراً = ١٨٣.٣٤دولار

القرض المقدم برهن عقارى : مثال على تقييم التدفقات النقدية المخصومة

لكى تفهم عملية التدفقات النقدية المخصومة ، فكِّر فى القرض الخاص بأحد المنازل . أرادت " مارى " أن تشترى منزلاً جديدًا ، لذلك اقترضت مائة ألف دولار من البنك والتزمت برهن عقارى بفائدة قدرها ٨ ٪ على مدى ٣٠ عامًا . وتقدر المدفوعات الشهرية للقرض العقارى بمبلغ ٧٣٤ دولارًا لمدة ٣٦٠ شهرًا كما هو موضح فى الشكل (٣ ـ ١) .



الرسم٣ـ١ مثال للتدفقات النقدية المخصومة لأحد قروض العقارات

تعتبر المدفوعات الشهرية لـ " مارى " وقدرها ٧٣٤ دولارًا هى التدفقات النقدية التى تلتزم بسدادها بموجب اتفاق الرهن العقارى والتى يتوقع البنك الحصول عليها مقابل إقراضها المال . وعلى مدى مدة الرهن (على فرض أنها لم تقم بالسداد المعجل) سوف تدفع " مارى " مبلغ إجمالى يصل إلى ٢٦٤٢٤٠ دولارًا (٧٣٤ دولارًا × ٣٦٠ شهر) إلى البنك ـ ١٠٠٠٠٠ دولار هو المبلغ الأصلى والمبلغ ١٦٤٢٤٠ دولار هو مدفوعات الفائدة . يمثل مبلغ الرهن الأصلى وهو ١٠٠٠٠٠ دولار القيمة الحالية للمدفوعات الشهرية لمدة ٣٦٠ شهرًا التى يحصل عليها البنك بواقع ٧٣٤ دولارًا فى الشهر ـ مضافاً إليها نسبة الفائدة التى تصل إلى ٨ ٪ .

يمثل معدل الـ ٨ ٪ على الرهن نسبة الخصم أو العائد (أو الفائدة) الذى يطلبه البنك كى يقرض " مارى " المال . وتعتبر نسبة الخصم بمثابة صورة مصغرة للمستوى العام لأسعار الفائدة فى الاقتصاد والتى تقدر بنفس نسبة الفائدة المستحقة على سندات الخزانة الأمريكية ذات نفس تاريخ الاستحقاق مضافاً إليها علاوة مخاطر للبنك لتعويضه عن احتمال عدم قيام " مارى " بالسداد . وتعتبر سندات الخزانة الأمريكية خالية من المخاطر لأن العم سام يمكنه دائمًا طباعة المزيد من النقود لسداد قروضه !!

يعتمد سعر الفائدة أو الخصم الذى يطلبه البنك على القرض العقارى لـ " مارى " على سعر الفائدة فى السوق فى وقت حصولها على القرض . وإذا تغيرت أسعار الفائدة يمكن أن تزداد القيمة الحالية للقرض العقارى أو تنخفض . فكر فى هاتين الحالتين :

١. إذا ارتفعت أسعار الفائدة ، سوف يزيد البنك من أسعار الإقراض على القروض الجديدة للعقارات لكي يغطي أسعار الفائدة المرتفعة في السوق التي يقدمها البنك لجذب الودائع . على سبيل المثال ، إذا ارتفعت أسعار الفائدة ١٪ (يعرف هذا أيضًا بـ ١٠٠ نقطة أساسية) فإن القيمة الحالية لمدفوعات " مارى " بموجب القرض العقارى لمدة ٣٦٠ شهرًا بواقع ٧٣٤ دولارًا (مخصومة الآن بسعر ٩٪) تنخفض لتصل إلى ٩١٢٢٣ دولارًا فقط . إذن فالرهن العقارى لـ " مارى " بنسبة فائدة ٨٪ يساوى الآن ٩١٢٢٣ دولارًا فقط . سوف تزداد المدفوعات الشهرية على القرض العقارى الجديد الذى يقوم به البنك إلى ٨٠٥ دولار (فرق مدفوعات شهرى قدره ٧١ دولار) وذلك حتى تعادل قيمته الحالية مخصومة بنسبة ٩٪ ، ليصل إلى مائة ألف دولار) .

٢. إذا هبطت أسعار الفائدة ، يجب أن يخفض البنك معدلات الإقراض لكي ينافس من أجل قروض جديدة . وبسبب معدلات الفائدة الآخذة في الانخفاض ، فإن تكلفة الودائع التي يحصل عليها البنك تنخفض أيضًا . مثال ، إذا هبطت أسعار الفائدة ١٪ ، فإن القيمة الحالية للمدفوعات الشهرية لـ " مارى " خلال ٣٦٠ شهرًا بمبلغ ٧٣٤ دولارًا (مخصومة الآن بسعر ٧٪) تزداد إلى ١١٠٣٢٦ دولارًا . وسوف تنخفض المدفوعات الشهرية على القرض العقارى الجديد الذى يقوم به البنك إلى ٦٦٥ دولارًا (بفارق قدره ٦٩ دولارًا) وذلك حتى تعادل قيمته الحالية مخصومة بسعر ٧٪ مما يساوى مبلغ مائة ألف دولار .

أحد الأسهم العادية : مثال لتقييم التدفقات النقدية المخصومة

إن عملية حساب التقييم الأساسى لأى سهم هى تلك التى يستخدمها البنك عند القيام بقرض عقارى بمعدل فائدة ثابت . مع وجود استثناء مهم : القرض العقارى له تدفقات نقدية (المدفوعات الشهرية) والتى تكون معروفة بالتأكيد . بينما قد تتغير معدلات التدفقات النقدية المستقبلية لأحد الأسهم وتتباين بصورة هائلة . ودعنا نستخدم أسلوب التدفقات النقدية المخصومة لتقييم أحد الأسهم .

سوف نستخدم أحد الأمثلة البسيطة . لنفترض أن شركة ABC تقوم بإنتاج وتوزيع الطاقة الكهربائية لمنطقة مزدحمة بالمصانع القديمة والتى ليس لها توقعات نمو ، مع وجود قليل من المنافسة . تحصل شركة ABC على عوائد سنوية قدرها مليار دولار ، وأرباح وتدفقات نقدية بعد خصم الضرائب قدرها ٢٠٠ مليون دولار سنويًا على مدار العشرين سنة الماضية . ومن المتوقع أن يظل الوضع كما هو عليه للعشرين سنة المقبلة . علاوة على ذلك ، تقوم الشركة بدفع مبلغ الـ ٢٠٠ مليون دولار بأكمله على صورة أرباح لحملة الأسهم على شكل توزيعات أرباح . ونفترض أيضًا أن شركة ABC تمول فقط عن طريق الأسهم العادية ، وأن العائد الذى يطلبه حملة الأسهم العادية هو ١٠٪. ما هو مقدار الحصة السوقية من الأسهم الذى يمكن أن يدعمه نشاط وعمليات شركة ABC فى السوق اليوم ؟

تجعل الافتراضات التى قمنا بها من هذا السؤال تدريبًا سهلاً . لحساب الحصة السوقية لشركة ABC نقوم بحساب القيمة الحالية للأرباح السنوية المتوقعة لشركة ABC على معدل العائد المطلوب فى السوق . إذا كانت أرباح الشركة ٢٠٠ مليون دولار ، وكانت تكلفة رأس المال ١٠٪ ولا يوجد توقعات للنمو ، فإن الحصة السوقية التى يمكن أن تدعمها عمليات الشركة هى : [٢٠٠ مليون دولار ÷ ٠,١٠] = ٢ مليار دولار .

ويمكن تقسيم تلك الحصة من الأسهم البالغ قيمتها ٢ مليار دولار بطرق عديدة : ٢ مليار سهم بواقع دولار لكل سهم ، أو ٢٠٠ مليون سهم بواقع ١٠ دولارات للسهم ، أو ٢٠ مليون سهم بواقع ١٠٠ دولار للسهم ، أو ٢ مليون سهم بواقع ١٠٠ دولار للسهم ... وهكذا ، هل استوعبت الفكرة ؟ هذه العلاقة التبادلية بين السعر والسهم تشبه ما يحدث عند تجزئة السهم (مثال : تصدر الشركة سهمين لكل سهم يملكه أحد حملة الأسهم . أى تجزئة كل سهم إلى سهمين) . من السهل تغيير عدد الأسهم والقيمة الحقيقية لكل سهم ، إلا أن القيمة الكلية للشركة يجب أن تساوى دائمًا ٢ مليار دولار ـ وهو مقدار الحصة السوقية من الأسهم التى يمكن أن تدعمها أرباح شركة ABC وقدرها ٢٠٠ مليون دولار سنويًا مدعومة بنسبة ١٠٪ .

ماذا لو حدث ارتفاع غير متوقع ، وكنتيجة لنمو الدخل أو انخفاض التكاليف ، تزداد أرباح وتوزيعات أرباح شركة ABC بنسبة ٥٠٪ لتصل

إلى ٣٠٠ مليون دولار سنويًا ومن المتوقع أن تظل عند هذا المبلغ لفترة العشرين سنة القادمة ؟ يدعم مبلغ ٣٠٠ مليون دولار أرباح وتوزيعات أرباح سنوية مخصومة بنسبة عائد ١٠٪ : [٣٠٠ مليون دولار ÷ (٠,١٠)] = ٣ مليار دولار حصة سوقية بزيادة قدرها ٥٠٪ . وبالمثل ، يجب أن يحصل حملة الأسهم على زيادة فى سعر أسهمهم قدرها ٥٠٪ ــ من ١ دولار إلى ١,٥٠ دولار للسهم أو من ١٠ دولارات إلى ١٥ دولارًا للسهم أو من ١٠٠ دولار إلى ١٥٠ دولار للسهم ـ اعتمادًا على عدد الأسهم المتداولة لدى الشركة .

وماذا عن جانب الهبوط ؟ ماذا يحدث لو أن أحد المنافسين دخل السوق أو أن تكنولوجيا جديدة جعلت من أسعار الطاقة التى تقدمها شركة ABC باهظة الثمن وخفضت أرباح وتوزيعات الشركة بنسبة ٩٠٪ لتصل إلى ٢٠ مليون دولار سنويًا حيث من المتوقع أن تظل كذلك خلال فترة العشرين سنة القادمة . ومبلغ العشرين مليون دولار المتمثلة فى الأرباح والتوزيعات يتم تقييمها بعائد نسبته ١٠٪ ، ويدعم كالتالى : [٢٠ مليون دولار ÷ (٠,١٠)] = ٢٠٠ مليون دولار فى حصة السوق ـ وبانخفاض قدره ٩٠٪ عن مستوى الحصة السوقية السابق البالغ ٢ مليار دولار . يجب أن يتأثر حملة الأسهم بانخفاض فى سعر أسهمهم قدره ٩٠٪ ــ من ١ دولار إلى ١٠ سنتات للسهم أو من ١٠ دولارات إلى ١ دولار للسهم أو من ١٠٠ دولار إلى ١٠ دولارات للسهم . ألا يتشابه هذا مع ما حدث مؤخرًا لأسهم شركات التكنولوجيا ؟

إذا هبطت الأرباح والتوزيعات إلى صفر ومن المتوقع أن تظل كذلك خلال العشرين سنة التالية ، فإن سعر السهم يجب أن يكون صفر (Zero) بغض النظر عن عدد الأسهم المتداولة . ويبين الجدول ٣ ـ ١ العلاقة المباشرة لنمو أرباح وعوائد الشركة والحصة السوقية .

الجدول ٢-١ سعر سهم شركة ABC

العوائد المتغيرة ـ معدل القيمة ١٠٪			
سيناريو العوائد أو المتحصلات	**العوائد**	**الحصة السوقية**	**التغير فى الحصة السوقية**
عدم وجود نمو	٢٠٠ مليون دولار	٢ مليار دولار	
٥٠٪ نمو	٣٠٠ مليون دولار	٣ مليار دولار	زيادة بنسبة ٥٠٪
٩٠٪ انخفاض	٢٠ مليون دولار	٢٠٠ مليون دولار	انخفاض بنسبة ٩٠٪
عدم وجود عوائد	صفر	صفر	انخفاض بنسبة ١٠٠٪

ماذا عن أسعار الفائدة ؟ هل تؤثر أسعار الفائدة المتغيرة فى قيمة سهم شركة ABC ؟ نعم ! إذا تغيرت أسعار الفائدة ، فإن الحصة السوقية التى يمكن أن تدعمها أرباح الشركة سوف تتغير أيضًا . إذا ارتفع العائد المطلوب إلى ١٢٪ مثلا ، فإن الحصة السوقية تنخفض إلى : [٢٠٠ مليون دولار ÷ (٠,١٢)] = ١,٦٦٧ مليار دولار . وهذا هو المبلغ الذى يدعمه مبلغ ٢٠٠ مليون أرباح وتوزيعات مخصومًا بسعر ١٢٪ . إذا انخفض العائد المطلوب إلى ٨٪ مثلا ، فإن الحصة السوقية لشركة ABC ترتفع إلى : [٢٠٠ مليون دولار ÷ (٠,٠٨)] = ٢,٥ مليار دولار . تظهر العلاقة العكسية بين التغير فى سعر السهم والتغير فى أسعار الفائدة فى الجدول (٣ - ٢) .

نرى فى هذا المثال البسيط أن مستوى الحصة السوقية لأحد الأسهم يعتمد على متغيرين : مقدار الأرباح المستقبلية الذى تتوقع أن تحققه الشركة ، حيث تزيد الأرباح الكبيرة القيمة السوقية لأحد الأسهم وتعمل الأرباح المنخفضة فى تقليل القيمة . ويؤثر سعر الفائدة أو معدل العائد المطلوب المتوقع على قيمة الحصة السوقية ؛ حيث تزداد القيمة السوقية إذا قلت معدلات الفائدة ، وتقل إذا زادت معدلات وأسعار الفائدة .

الجدول ٣-٢ سعر سهم شركة ABC

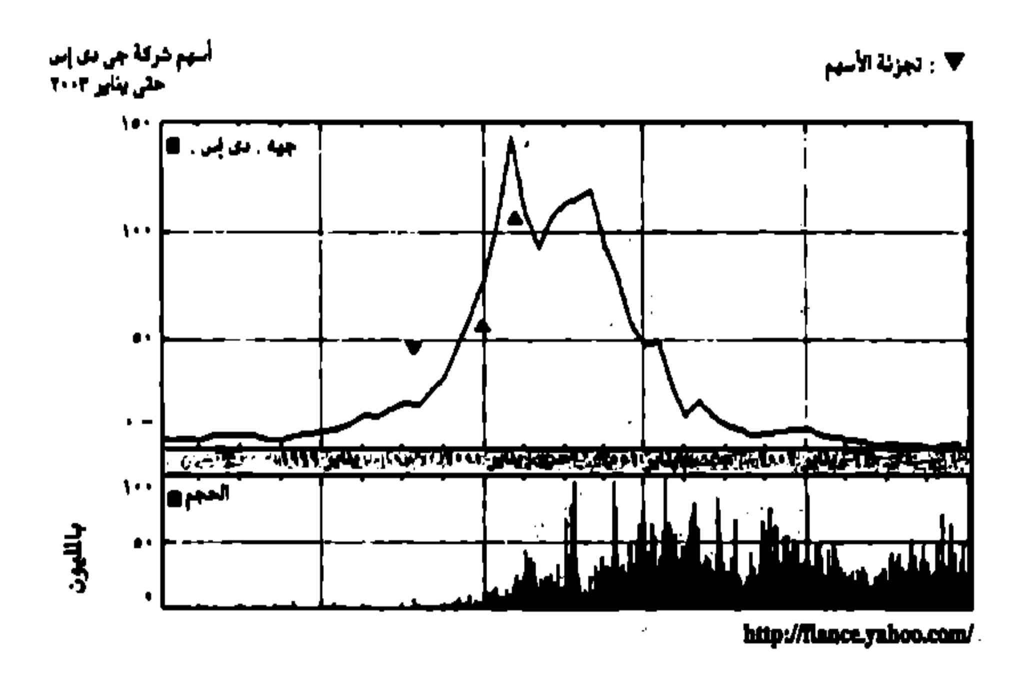
أسعار الفائدة المتغيرة، متحصلات وعوائد ثابتة			
سيناريو سعر الفائدة	المتحصلات	الحصة السوقية	التغير فى الحصة السوقية
١٠٪	٢٠٠ مليون دولار	٢ مليار دولار	-
١٢٪	٢٠٠ مليون دولار	١,٦٦٧ مليار دولار	انخفاض ١٦,٧٪
٨٪	٢٠٠ مليون دولار	٢,٥ مليار دولار	زيادة ٢٥٪

حاليًا ، لننس تعقيدات وصعوبة حساب العوائد المتغيرة والنمو والانكماش فى الأرباح والتوزيعات . فى مثال التقييم البسيط الذى ليس به نمو ، فإن عمليات شركة ABC تدعم قيمة حصة سوقية قدرها ٢ مليار دولار . لا ينبغى أن تربكنا عمليات تجزئة الأسهم المعقدة والممارسات المحاسبية المبالغ فيها ، أو هيكل رأس المال الخيالى الذى يعقد عملية تقييم أحد الأسهم كما يحدث فى الواقع ، وهو ما سوف يحدث عندما نقوم بتقييم شركات حقيقية فى الأمثلة التى ستأتى بعد ذلك .

نحن السبب فى فقاعة شركات التكنولوجيا

فى يوليه عام ٢٠٠٠ اشترى أحد الأشخاص سهم شركة " جيه . دى . إس " بسعر ١٤٠,٥٠ دولارًا للسهم ! انظر إلى أسعار سهم شركة " جيه . دى . إس " فى الرسم (٣ - ٢) . كان لدى الشركة مبيعات بأقل من مليار دولار وخسرت أموالاً تُقَدَّر بمئات الملايين من الدولارات . واعتمادًا على الأسهم المتداولة وقدرها ١,٥ مليار سهم ، كان لشركة " جيه . دى . إس " حصة سوقية من الأسهم تزيد عن ٢٠٠ مليار دولار - أى ما يزيد عن الإيرادات بأكثر من ٢٠٠ مرة ، وكان لها نسبة سعر إلى المبيعات لا نهائية (غير محددة) . من الممكن أن تكون شركة " جيه . دى . إس " شركة جيدة ذات إمكانيات جيدة ، ولكن عملياتها ونشاطها لا يمكنهما أن يبررا حصتها السوقية من الأسهم والبالغة ٢٠٠ مليار دولار . كيف يمكن أن يرتفع سعر لشركة ذات خصائص تشغيل محددة

مثل شركة " جيه . دى . إس " بهذا المستوى الغبى ؟ وللعلم وصل سعر إغلاق أسهم الشركة فى عام ٢٠٠٢ إلى ٢,٤٧ دولار للسهم .



الرسم٣-٢ رسم بيانى لسعر سهم شركة جيه . دى . إس . خلال خمس سنوات

ماذا عن الاستثمار فى شركة إنترنت كابيتال جروب ؟ لقد دفع أحد الأشخاص ٢٠٠,٩٤ دولارًا فى سهم هذه الشركة . فى ذلك الوقت كانت القيمة الدفترية للشركة سلبية ، وكان لها مبيعات تقدر بـ ١٣١ مليون دولار . هل يمكن أن تقوم أرقام الأداء بتبرير إجمالى الحصة السوقية للشركة والتى كانت تزيد عن ٥٠ مليار دولار فى يناير ٢٠٠٠ ؟ لماذا يشترى أحدهم أحد الأسهم فى شركة تنطوى على مخاطر ، ويتم التعامل عليها بسعر مرتفع للغاية ؟ يتم التعامل على الأسهم الآن بسعر ٠,٣٦ للسهم - أخذًا فى الاعتبار هذه الـ ٣٦ سنتًا لكل سهم والحصة السوقية للشركة التى تصل إلى ١٠٠ مليون دولار - تكون الشركة قد هبطت ٩٩,٩٪ من أعلى ارتفاع لها . أعتقد أننا نفضل شراء أسهم فى شركة ABC الافتراضية الأكثر أمانًا .

وماذا عن شركة لوسنت ؟ لقد كانت شركة حقيقية ، شركة ذات إيرادات كبيرة ، وآلاف العاملين ، ومليارات من الأصول . كان أحد

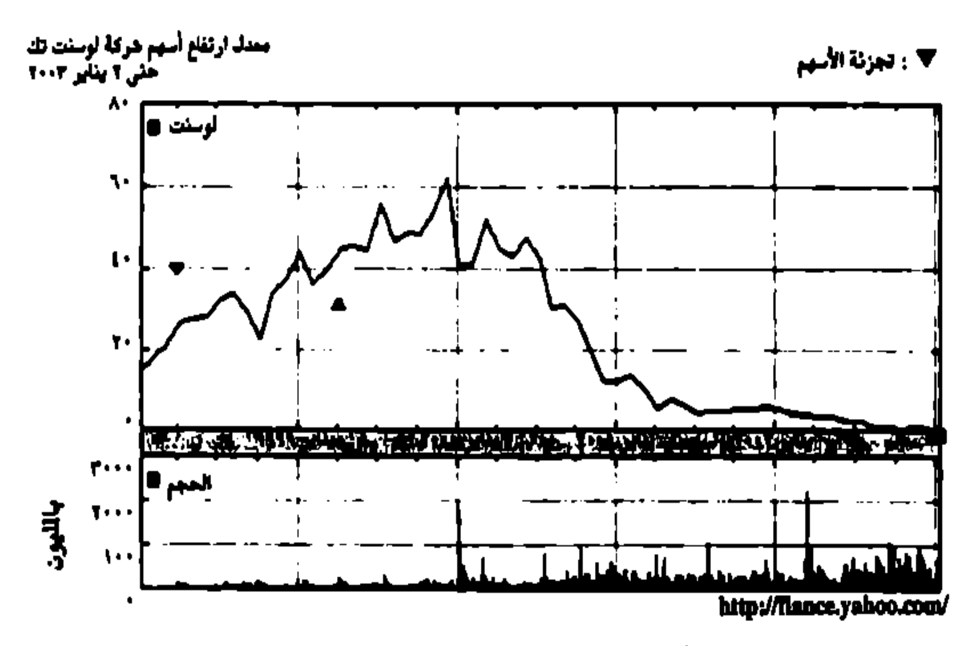
المؤلفين لهذا الكتاب حائزًا على مقدار صغير (أقل من ١٠٠ سهم) فى شركة لوسنت والتى حصل عليها عند عملية تصفيتها وانفصالها عن شركة إيه تى آند تى عام ١٩٩٦. ثم شاهد ارتفاعها ودخولها مجال النقل البحرى وارتفاع سعرها إلى ٦٤ دولارًا للسهم - بإجمالى حصة سوقية تزيد عن ٢٠٠ مليار دولار لأسهم لوسنت والبالغ عددها ٣,٤ مليار سهم .

فى سبتمبر عام ١٩٩٩ ، قام المؤلف بالرد على أحد الرسائل المتعلقة بشركة لوسنت على موقع www. valuepro. net الذى يملكه ويديره مؤلفوا هذا الكتاب . شككت الرسالة فى سعر سهم شركة لوسنت وقدره ٦٤ دولارًا وأشارت إلى ضرورة عمل تقييم للتدفقات النقدية المخصومة للشركة والتى قام بها مرسل الرسالة ، وأظهرت قيمة حقيقية للسهم تقل عن ١٠ دولارات للسهم . استخدم مرسل الرسالة نسخة قديمة من برنامج ValuePro2002 فى تقييمه لشركة لوسنت . ولقد قام المؤلف بمراجعة الافتراضات وعندما لم يجد أية فجوات أو إغفالات فى التقييم ، أرسل رسالة شكر بالبريد الإلكترونى لصاحب الرسالة ، وقام ببيع الأسهم بسعر ٦٤ دولارًا . وبعد مضى شهر ، كان يوبخ نفسه وينتقدها حيث استمرت الشركة فى ارتفاعها إلى ٧٥ دولارًا . وفى النهاية ، أدرك السوق أن شركة لوسنت عديمة القيمة . ومن هذا الارتفاع وقدره ٧٥ دولارًا ، هبط سعر السهم باستمرار (انظر الرسم ٣ - ٣) ليصل إلى ١,٢٦ دولار فى ٣١ ديسمبر ٢٠٠٢ .

والحقيقة التى تكمن وراء فقاعة شركات التكنولوجيا هى أن جميع المستثمرين - أفراد ومؤسسات ، محليين وأجانب ، نساء ورجال ، عمال ومتقاعدين - جميعهم دفعوا أسعار أسهم الشركات إلى مستويات مرتفعة غير واقعية لا يمكن أن تدعمها أرباح التشغيل لأنشطة هذه الشركات . جميعنا شارك فى هذا النشاط الغبى ، وجميعنا مذنب .

من الحقيقى أن محللى الأسهم فى وول ستريت دفعونا إلى دفع أسعار أعلى لشراء أسهم هذه الشركات الكبيرة . يقول " هنريكو " محلل أسهم شركات الإنترنت : " ليس هناك ما يسمى سعر مبالغ فيه لسهم شركة كبيرة . ليس هناك أى مخاطرة فى الشراء والانتظار . بينما أنت ترى جارك الجرئ المتحمل للمخاطر ، أو زميلك فى العمل يحقق مبالغ طائلة فى السوق بينما أنت المتحفظ الحريص تمتلك سندات وأموالاً فى سوق

النقـد وتفقـد فرصـة تحقيـق المكاسـب عنـد ارتفـاع أسـعار الأسـهم " . وللأسف ، استمع العديد منا إلى حديث وكلام " هنريكو " ـ الذى يخدم مصالحه الشخصية ـ واستمر فى زيادة الفقاعة . ولقد شعرنا بمعنى الإثارة ، ولكن فى جانب الهبوط .



تجزئة الأسهم : ٢ أبريل ١٩٩٨ [٢ : ١] ، ٥ أبريل ١٩٩٩ [٢ : ١]

الرسم٢ـ٢ سعر سهم شركة لوسنت خلال خمس سنوات

كيف يمكن أن تختبر وجهات نظرك المتعلقة بتقييم الأسهم أو مدى قبول نصائح الآخرين الخاصة بالأسهم ؟ يمكنك الاطلاع على التقارير الخاصة بالاستثمار من شركات السمسرة فى الأسهم لترى ما يقوله محللو الأسهم المحنكون مثل : " هنرى بلودجيت " ، و " جاك جروبمان " ، و " مارى ميكر " عن هذه الأسهم . أو يمكنك اختبار هذه الأسهم بنفسك بنفس إجراءات التقييم التى يستخدمها رجال الاستثمار فى البنوك فى وول ستريت ومحللى الأسهم ـ باستخدام الأساليب التى يتم تناولها فى هذا الكتاب ـ أضف إلى ذلك ـ من خلال تحليلك الشخصى يمكن أن تكون على الأقل متأكدًا من أن افتراضاتك متحفظة ، وأنه لا يوجد أية صراعات خفية أو مصالح غير واضحة وراء التقييم أو التوصية .

كان يجب أن يهتم المستثمرون بدرجة كافية بأن قضاء قدر قليل من الوقت يعد ضروريًا لرؤية كيف أن عمليات شركات إنترنت كابيتال

جروب ، " جيه . دى . إس يو . " ، و " لوسنت " وآلاف من الشركات المماثلة لا يمكنها تدعيم معدلات الحصة السوقية المبالغ فيها . كان يمكن للارتفاع فى أسعار الأسهم أن يخمد ويتضاءل ونتجنب الانفجار الذى حدث للفقاعة نتيجة لذلك . لقد ساهمنا فى تفاقم المشكلة . كان يجب علينا ألا نستثمر فى سوق الأسهم عندما كان بمعدلات مرتفعة بصورة تدعو للسخرية . استمر فى القراءة وتعلم كيف تقوم بالتقييم السليم للأسهم بنفس طريقة تقييمنا لشركة ABC ، وتجنب الاستثمار فى الشركات المبالغ فى سعرها بشكل كبير .

العائد لحملة الأسهم

تتقلب عوائد الأسهم بدرجة هائلة لأنها تعتمد على أحداث عشوائية فى المستقبل ، بالإضافة إلى حالة الاقتصاد التى من المستحيل التنبؤ بها . إن عملية التنبؤ بالعوائد بشكل دقيق تعد عملية صعبة للغاية . يجب أن يكون اهتمامك الأساسى بأحد الأسهم هو العائد على الاستثمار أو التدفقات النقدية التى تتوقع الحصول عليها . هل يدفع السهم توزيعات أرباح ؟ هل ارتفع سعر السهم وفقًا لتوقعاتك ؟ ما هو المعدل الإجمالى للعائد ؟ النقطة الأساسية هى أنك مهتم بمقاييس أداء السهم التى ترتبط بجيبك . ونحن لا نهتم بما تقوم به الشركة التى نحوز على أسهم فيها ـ طالما أنها تحقق تدفقات نقدية كثيرة ، ولها عوائد استثمار إيجابية ومسعرة بطريقة عادلة ـ فإن هذا هو ما يهم .

حساب العائد لحملة الأسهم

يشمل العائد أية مدفوعات أرباح بالإضافة إلى الزيادة فى سعر السهم الذى يحدث للمستثمرين خلال فترة الاحتفاظ بالاستثمار . إن تركيز السوق ينصب على العائد السنوى لحملة الأسهم ومقاسًا بنسب الربح أو الخسارة ، وعادة ما تستخدم السنة الميلادية كفترة حساب للعائد . وبالنسبة لحملة الأسهم ، تشير أهمية العائد إلى العائد السنوى ، والذى يساوى مجموع التوزيعات المدفوعة بالإضافة إلى صافى التغير فى سعر السهم مقسومًا على سعر السهم فى بداية العملية .

$$\text{العائد لحملة الأسهم} = \frac{(\text{التوزيعات السنوية} + \text{التغير فى سعر السهم})}{\text{سعر السهم فى بداية عملية الاستثمار}}$$

على سبيل المثال ، إذا كان سعر السهم فى بداية السنة ١٠٠ دولار وكان السهم يدفع دولارًا واحدً توزيعات أرباح خلال السنة ، وكان السعر فى نهاية السنة ١٠٩ دولار ، فإن نسبة العائد السنوى لحملة الأسهم تساوى = (١دولار + ٩ دولارات) ÷ ١٠٠دولار = ١٠٪ . وهذه ليست عملية حسابية معقدة .

ومع ذلك ، أحيانًا ما يتصرف سوق الأسهم بطرق مضحكة . قد يكون العائد على أحد الأسهم سلبيًا حتى ولو كانت الشركة قد مرت بعام ناجح بالنظر إلى العمليات أو الأرباح . قد يكون سوق الأسهم قد هبط بسبب مخاوف تتعلق بالاقتصاد الكلى ، مثل معدلات الفائدة ، أو توقعات بأرباح منخفضة ، أو مخاوف تتعلق بالتضخم ، أو الانكماش ، أو سياسة الشركة ، أو فضائح محاسبية . ويمكن أن يهبط سوق الأسهم بسبب مخاوف اقتصادية وسياسية مثل الهجمات الإرهابية التى حدثت فى الحادى عشر من سبتمبر ، أو الحرب على العراق ، أو التدهور فى العلاقات فى الشرق الأوسط أو الأزمة الاقتصادية ، أو أزمة العملة فى الأرجنتين أو التحسن فى صحة " فيديل كاسترو " . فقد يكون الاتجاه الهبوطى للسوق هو الذى جذب سهمك معه وليس هناك ما تستطيع أن تفعله إدارة الشركة لتغيير التحركات العكسية لسعر السهم .

وعلى العكس ، قد يكون العائد لحملة الأسهم إيجابيًا للغاية على الرغم من أن أداء الشركة كان متواضعًا أو ضعيفًا . قد يرتفع سوق الأسهم بشدة بسبب الأحداث الاقتصادية الإيجابية ، مثل تسوية إضراب عام للعمال أو انعدام خطر التعرض لعمليات إرهابية ، أو انخفاض المخاوف الخاصة بالتضخم . قد يضع الأداء الضعيف لإحدى الشركات أو الفضيحة القانونية الشركة ضمن مجموعة الشركات المرشحة لعمليات الاستحواذ وقد تكون الزيادة فى السعر نتيجة أحد العروض المقدمة لسهم الشركة .

توقعات المستثمرين الخاصة بعوائد سوق الأسهم

ما هو العائد الذى يجب أن يتوقعه أحد المستثمرين من محفظة متنوعة من الأسهم العادية ؟ دعنا نستخدم معدل العائد المرتبط بمؤشر إس آند بى ٥٠٠ ونقارن أداءه بالتغير فى أرباح التشغيل لكل سهم من عام ١٩٢٨ وحتى ١٩٩٧. خلال تلك الفترة كان لمؤشر إس آند بى ٥٠٠ متوسط عائد مركب قدره ١٠,٦٪. فى السنوات الأخيرة انتقل أداء عائد الأسهم من مستوى رائع إلى منخفض للغاية . انظر الجدول (٣ ـ ٣) .

كان العائد الإجمالى على مؤشر إس آند بى ٥٠٠ خلال السنوات ١٩٩٧ ، ١٩٩٨ ، ١٩٩٩ هو ٣١٪ ، ٢٦,٧٪ ، ١٩,٥٪ على الترتيب ، ولكن لم يكن هذا الأداء الجيد لسوق الأسهم ليستمر إلا إذا قابلته نسبة مماثلة من الزيادة فى الأرباح ، وبالفعل حدث الانهيار وتحول السوق وانفجرت الفقاعة ومرّ سوق الأسهم بثلاث سنوات من الأرقام السلبية . كان مؤشر إس آند بى ٥٠٠ منخفضًا حيث بلغ (١٠,١٪) فى عام ٢٠٠٠ ، (١٣٪) فى عام ٢٠٠١ ، (٢٣,٤٪) فى عام ٢٠٠٢ .

لقد كان أداء سوق الأسهم ككل يتدرج من ضعيف إلى معدم خلال الفترة من ١٩٩٦ إلى ٢٠٠٢. هل تتذكر مناقشتنا فى المبدأ الأساسى رقم (٥) والمتعلقة باستخدام المتوسط المركب للعوائد وليس المتوسطات البسيطة ؟ والفرق بين الاثنين موضح فى نهاية الجدول (٣ ـ ٣) ، ويظهر أن المتوسطات البسيطة تبالغ فى أداء مؤشر إس آند بى ٥٠٠ ، لذلك سوف نركز على المتوسطات المركبة . وقد كان متوسط العائد المركب على مؤشر إس آند بى خلال فترة السنوات الستة ٢,٩١٪ – ليس بعيدا عن معدل نمو المتوسط المركب لأرباح التشغيل للشركات التى تشكل مؤشر إس آند بى ٥٠٠ وقدره ٢,١١٪ .

الجدول ٣-٢ أرباح التشغيل لمؤشر إس آند بى ٥٠٠ ، إس آند بى من عام ١٩٩٧ وحتى ٢٠٠٢

السنة	مؤشر إس آند بى ٥٠٠	التغير ٪	أرباح إس آند بى	التغير ٪
٢٠٠٢	٨٧٩,٨٢	٪٢٣,٣٧-	٪٤٦,٠٤	٪١٨,٥١
٢٠٠١	١١٤٨,٠٨	٪١٣,٠٤-	٪٣٨,٨٥	٪٣٠,٧٩-
٢٠٠٠	١٣٢٠,٢٨	٪١٠,١٤-	٪٥٦,١٣	٪٨,٦١
١٩٩٩	١٤٦٩,٢٥	٪١٩,٥٣	٪٥١,٦٨	٪١٦,٧٤
١٩٩٨	١٢٢٩,٢٣	٪٢٦,٦٧	٪٤٤,٢٧	٪١,٢٣
١٩٩٧	٩٧٠,٤٣	٪٣١,٠١	٪٤٣,٧٣	٪٧,٦٣
١٩٩٦	٧٤٠,٧٤	–	٪٤٠,٦٣	–
المتوسط البسيط لـ ٦ سنوات		٪٥,١١		٪٣,٦٦
المتوسط المركب لـ ٦ سنوات		٪٢,٩١		٪٢,١١

ما هى العوائد المقبولة التى يتم تحقيقها فى سوق الأسهم على مدى فترة طويلة ؟ ذكر " جيرمى سيجل " فى كتاب " Stocks for the Long Run " إن نسبة ٧,١٣٪ كانت هى متوسط العائد الحقيقى السنوى ـ توزيعات أرباح بالإضافة إلى الزيادة أو التحسن الذى طرأ بعد التضخم ، فى حيازة أسهم خلال فترة الخمسين عامًا من ١٩٤٦ وحتى ١٩٩٦. وهذا العائد قريب جدًا من متوسط عائد الأرباح وهو ٦,٩٦٪ والذى عرفها بأنها أرباح أسهم الشركات لكل سهم مقسومًا على سعر السهم خلال نفس الفترة من الناحية التاريخية ، وكلما ازدادت أرباح إحدى الشركات يزداد سعر سهم الشركة أيضا بنسبة تمكنه من المحافظة على هذا العائد من الأرباح . وقد وجد " سيجل " أيضًا أن العوائد الحقيقية (بعد التضخم) بالنسبة للأسهم العادية تؤكد حدوث نمو حقيقى فى أرباح أسهم الشركات ، وأن أسعار الأسهم فى الأجل الطويل تعد دالة قوية جدًا للنمو الحقيقى فى أرباح الشركات ، وإذا حدث انخفاض فى التوقعات الخاصة بعوائد

الأسهم الناتجة عن محفظة متنوعة من الأسهم . يجب أن يتوقع المستثمرون وجود عائد حقيقى يتماشى تقريبًا مع نمو أرباح الشركات .

ويسخر الاقتصادى الشهير " جون مينارد كنيس " من فكرة الفترات الطويلة مشيرًا إلى أننا جميعًا سوف نكون فى عداد الأموات . لكن فى هذه الحالة ، ماذا عن الأجل القصير ؟ تظهر أسعار الأسهم علاقة عكسية قوية مع التحركات فى أسعار الفائدة . بصفة عامة ، عندما تهبط أسعار الفائدة (وكذلك تكاليف تمويل المؤسسات) ترتفع أسعار الأسهم . وعندما ترتفع أسعار الفائدة ، تهبط أسعار الأسهم .

يعتقد " سيجل " ـ ونحن نتفق معه فى هذا الاعتقاد ـ أن أسعار الفائدة فى الأجل القصير والمتوسط هى التأثير الوحيد الأكثر أهمية على أسعار الأسهم . ولقد قام بتحليل السياسة النقدية لبنك الاحتياطى الأمريكى على مدى فترة ٤٢ عامًا من ١٩٥٥ وحتى ١٩٩٦ وكانت النتائج التى توصل إليها مذهلة تمامًا .

لقد وجد " سيجل " أن متوسط العائد لمدة ثلاثة أشهر على سوق الأسهم بعد الانخفاضات الكبيرة فى أسعار الفائدة التى أقرها بنك الاحتياطى الأمريكى (٨٥ حالة) بلغ ٥,٦٪. وعندما كان بنك الاحتياطى الأمريكى يزيد من سعر الإقراض (٩٢ حالة) كان متوسط العائد لمدة ثلاثة شهور على سوق الأسهم يصل إلى ٠,٨٥٪ فقط . كان متوسط العائد لمدة ثلاثة أشهر للمؤشر الإرشادى للأداء خلال تلك الفترة ٢,٩٧٪. ويعتبر عائد ثلاثة أشهر وقدره ٥,٦٥٪ بعد الانخفاضات فى أسعار فوائد إقراض بنك الاحتياطى الأمريكى هو فى مقابل عائد الثلاثة أشهر وقدره ٠,٨٥٪ بعد الزيادات فى أسعار إقراض بنك الاحتياطى الأمريكى هو اختلاف مهم فى أداء سوق الأسهم . وتعتبر التغيرات فى سعر الإقراض مؤشرًا جيدًا للتنبؤ بعوائد الأسهم فى الأجل القصير[٢] .

خلال الفترة من عام ١٩٩٧ إلى عام ٢٠٠٢ الموضحة فى الجدول (٣ ـ ٣) ، هبطت معدلات الفائدة فى الأجل الطويل مقاسة من خلال العائد على أوراق الخزانة الأمريكية استحقاق ١٠ سنوات من ٦,٤١٪ فى بداية عام ١٩٩٧ إلى ٣,٨٢٪ فى نهاية ديسمبر ٢٠٠٢ . وقد ساعد هذا الهبوط فى أسعار الفائدة على زيادة القيم الحقيقية للأسهم بشكل كبير . وسوف نتناول السبب بالشرح فى الفصل السادس .

يتعامل أسلوب التدفقات النقدية المخصومة مع كل من الإجراءات الخاصة بالتدفقات النقدية وأسعار الفائدة على أنها التأثيرات الأساسية على القيم الحقيقية للأسهم . وسوف تتم مناقشة العلاقة المباشرة بقيمة السهم مع التدفقات النقدية فى الفصل الخامس ، بينما ستتم مناقشة العلاقة العكسية لقيمة السهم مع التغير فى المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة ـ وخاصة فى ضوء التغيرات فى أسعار الفائدة ـ فى الفصل السادس .

توقعات المستثمر فيما يتعلق بعوائد أحد الأسهم

ما هى توقعات السوق المنطقية بالنسبة للعائد على أحد الأسهم ؟ إنها تعتمد بدرجة كبيرة على مخاطر السهم والنمو المتوقع لأرباح الشركة والتدفقات النقدية الحرة . هل تتذكر المبدأ الأول للتمويل : مع زيادة المخاطر ، يجب أن يتوقع المستثمر عوائد متزايدة ؟

لنفترض أن سندات الخزانة الأمريكية خالية المخاطر استحقاق ١٠ سنوات وتدر عائدًا قدره ٧٪ وأن علاوة مخاطر الأسهم هى ٣٪ وأنها ذات مخاطر متوسطة (معامل بيتا = ١,٠) وأنها مرتبطة بسوق الأسهم ككل . وفقًا لنموذج تسعير الأصل الرأسمالى الذى تناولناه بالشرح فى المبدأ العاشر فى الفصل الثانى ، فإن العائد المتوقع لهذا السهم يكون ١٠,٠٠٪ . (لقد قمنا بتقريب الرقم إلى أقرب رقم صحيح) . تبين معادلة نموذج تسعير الأصل الرأسمالى التالية للعلاقة بين العائد المتوقع والعائد الخالى من المخاطر ومعامل بيتا وعلاوة مخاطر الأسهم .

العائد المتوقع من السهم =

المعدل الخالى من المخاطر + معامل بيتا × علاوة مخاطر السهم

العائد المتوقع من السهم (حيث معامل بيتا = ١)

= ٧,٠ ٪ + ١,٠ ٪ × (٣,٠ ٪) = ١٠٪

يعتبر معامل بيتا مقياسًا لتقلبات سعر (مخاطر) أحد الأصول . إذا كانت مخاطر السهم أكبر من المتوسط (مثلاً للسهم تقلبات كثيرة ومعامل بيتا قدره ٢,٠) فإن المستثمر يجب أن يتوقع عائدًا أكبر من العائد المتوقع

على سهم ذى معامل بيتا أقل . على سبيل المثال : حسب العائد على سندات الخزانة الأمريكية والبالغ ٧٪ وعلاوة مخاطر أسهم قدرها ٣٪ ، فإن العائد المتوقع لمعامل بيتا قدره (٢) يكون :

العائد المتوقع من احد الأسهم (حيث معامل بيتا = ٢.٠) =

٧٪ + ٢٪ × (٣٪) = ١٣٪

إذا اشتريت أحد الأسهم (ذات معامل بيتا = ١) بـ ١٠٠ دولار فى ١ يناير (وهو أمر صعب لأن سوق الأسهم الأمريكية يكون مغلقًا) والذى لا يقدم أية توزيعات أرباح ، وله نسبة المخاطر التى تم تحديدها مسبقاً ، فإن توقعاتك هى أن السهم سوف تزداد قيمته بنسبة ١٠٪ ليصل إلى ١١٠ دولارًا فى ٣١ ديسمبر . وأنت تأمل أن يصبح السهم الرائج والذى يجعل منك مليونيرًا .

إذا افترضت نفس سيناريو العائد والمخاطر ، فينبغى أن تتوقع أن السهم سوف يزداد سعره بنسبة ١٠٪ أخرى ليصل إلى ١٢١ دولارًا بحلول ٣١ ديسمبر التالى . وإذا كان معامل بيتا للسهم الذى سعره ١٠٠ دولار = ٢ ، فإن توقعك هو الزيادة فى السعر إلى ١١٣ (فى السنة الأولى) ، ١٢٧,٦٩ دولارًا (فى السنة الثانية)[٣] .

طالما أن أداء عائد السهم يتماشى مع سيناريو المخاطر المتوقعة ، فإن الأرباح التى حققتها سواء كانت ١٠٪ أو ١٣٪ سنويًا تكون قد حققت توقعاتك . إذا تجاوز سعر السهم المعدلات المستهدفة لديك ، تكون سعيدًا . وكذلك إذا ازداد سعر السهم لكن بنسبة أقل من المعدلات المستهدفة أو انخفض قد تظل سعيدًا ، ولكنك تكون قد تحملت المخاطر المرتبطة بحيازة هذا السهم .

هل سعر السهم ـ مرتفع للغاية ؟ ـ منخفض للغاية ؟ ـ مناسب تماما ؟

إذا دفعت مبلغًا كبيرًا فى أحد الأسهم ـ بصرف النظر عن مدى جودة الشركة وإدارتها ـ سوف يكون أداء استثماراتك ضعيفًا . وفقًا لكل مقاييس أداء الشركات . قد تكون الشركة شركة رائعة . وقد تكون عملياتها

كفئاً للغاية . ومع ذلك ، إذا كان سعر السهم عندما اشتريته أعلى بكثير من السعر الذى يمكن أن تدعمه عمليات نشاط الشركة ، تكون قد اتخذت قرارًا استثماريًا سيئاً .

إن اهتمامك الأساسى كمستثمر هو ما إذا كان سعر أحد الأسهم يساوى أو يزيد أو يقل عن قيمته الحقيقية فى الوقت الذى اشتريته فيه . يوضح لك هذا الكتاب وكذلك برنامج ValuePro2002 كيفية تقدير قيمة أحد الأسهم وتجنب شراء الأسهم المسعرة بأعلى من قيمتها .

كيف تدخل توقعات النمو فى تحديد أسعار الأسهم ؟

لا يفهم العديد من المستثمرين كيفية انعكاس توقعات الأداء المستقبلى للشركات فى السعر الحالى لأحد الأسهم . لنفترض أن شركة ما أعلنت أن الدخل ربع السنوى من المبيعات والأرباح ازداد بنسبة ١٠٪ وعلى الفور هبط سعر سهم الشركة بنسبة ٢٥٪. لماذا يحدث هذا ؟ بطريقة سهلة ، إذا كان المحللون فى سوق الأسهم والمستثمرون من المؤسسات الكبرى يتوقعون نمو الأرباح أو الدخل بالنسبة للأسهم ذات العوائد المرتفعة بنسبة ٣٠٪ سنويًا ، فإن هذه التوقعات قد تم تضمينها بالفعل فى سعر السهم فى السوق اليوم ، وخاصة بالنسبة لأسهم النمو . إن أى أداء لا يفى أو يتجاوز هذه التوقعات الخاصة بالنمو عادة ما يؤدى إلى هبوط كبير فى سعر السهم .

أسهم النمو هى أسهم شركات يتجاوز معدل نمو الدخل أو الأرباح الخاصة بها (١٥٪ وأكثر) بدرجة كبيرة متوسط نمو السوق ككل (من ٣٪ إلى ٥٪) . إذا اتفق نمو الأرباح لأحد الأسهم مع توقعات السوق ، مع تساوى الأشياء الأخرى كافة ، فإن عائد السهم يجب أن يساوى تقريبًا عائد أى سهم آخر له نفس معامل بيتا . على سبيل المثال : وفقًا للأمثلة الافتراضية السابقة ، يجب أن نتوقع عوائد قدرها ١٠٪ لسهم ذى معامل بيتا قدره ١,٠ ، وعوائد قدرها ١٣٪ لسهم يكون معامل بيتا الخاص به ٢,٠ . ونحن لا نتوقع عائدًا يساوى ٣٠٪ بناءً على معدل نمو الأرباح أو مبيعات الشركة فقط ! اقرأ هذه الفقرة ثانية ـ من الضرورى جدًا أن تعى هذا المضمون !

إذا كان النمو يساوى التوقعات ، فإن السوق يستجيب بهدوء لتقرير الأرباح . بعد أن أغلق السوق فى ١٦ يوليه عام ١٩٩٨ ـ خلال أعلى ارتفاع شهدته انتعاشه شركات التكنولوجيا ـ أعلنت شركة ميكروسوفت فى تقريرها عن نسبة ٢٨ ٪ للأرباح المالية للربع المالى الأخير (تنتهى السنة المالية لشركة ميكروسوفت فى ٣٠ يونيه) وهو ما تماشى مع تقديرات المحللين للأرباح . وفى التعاملات فى بورصة ناسداك ، أغلق سهم ميكروسوفت عند ١١٧,٣٧٥ دولارًا مع عدم حدوث تغير خلال اليوم . وخلال التعاملات التى حدثت بعد ساعات التعامل الرسمية ، هبط سهم ميكروسوفت هبوطًا طفيفًا ليصل إلى ١١٦,٨٧٥ دولارًا كرد فعل واستجابة غير ذات أهمية لنمو الأرباح بنسبة ٢٨٪ .

إذا تجاوز النمو التوقعات ، مع تساوى الأشياء الأخرى كافة ، فإن العائد المتوقع للسهم يجب أن يتجاوز نسبة الـ ١٠٪ المفترضة ليصل إلى عوائد قدرها ١٣٪ ـ ربما بهامش كبير جدًا . على سبيل المثال : فى ١٩ أغسطس ٢٠٠٢ ، أعلنت شركات " لوز كومابنيز " وهى سلسلة تعمل فى صيانة وتجديد المنازل بنظام التجزئة عن أرباح قدرها ٤٢٪ فى تقرير الأرباح للربع الثانى من العام المالى . ولقد أذهلت تلك النتائج المحللين الذين كانوا يتوقعون تحقيق أرباح بنسبة ٢٩٪ فقط ، وعلى هذا ارتفع سعر سهم الشركة بمقدار ٤,٢١ دولار ليسجل ٤١ دولارًا عند الإغلاق (زيادة قدرها ١١٪) فى حين ارتفع سوق الأسهم عامة مقاسا بمؤشر إس آند بى ٥٠٠ بنسبة ٢,٣٦ ٪ تقريبًا .

إذا حدث أن نمو الإيرادات أو العوائد كان أقل من المتوقع ، احترس ! من المحتمل أن يكون العائد على هذا السهم سلبيًا ، وقد يكون بمثابة كارثة . على سبيل المثال ، بعد إغلاق التعاملات فى ١٨ ديسمبر ٢٠٠٢ ، قامت شركة " إلكترونيك داتا سيستمز " (إى . دى . إس) ـ وهى ثانى أكبر شركة فى العالم فى تقديم خدمات الكمبيوتر ـ بتخفيض أرباح ودخل الربعين الثالث والرابع بدرجة كبيرة . وقد كان المحللون يتوقعون أن تحقق الشركة ٨٨ سنتًا لكل سهم فى الربع الأخير . لكن الشركة قالت إنها تتوقع دخلاً صافيًا من ١٢ إلى ١٥ سنتًا فقط لكل سهم فى الربع الثالث ، ومن ٥٧ سنتًا إلى ٥٩ سنتًا للسهم خلال الربع الرابع والأخير وأن الدخل فى الربع الرابع سوف ينخفض فيما بين ٣٪ ، ٧٪ . فى اليوم

التالى أى فى ١٩ سبتمبر ، هبط سهم الشركة إلى ١٩,٢٦ دولارًا للسهم ـ (٥٣٪) أى من ٣٦,٤٦ دولارًا إلى ١٧,٢٠ دولارًا فى يوم واحد لدرجة أن مؤشر إس آند بى ٥٠٠ هبط بنسبة ٣٪. كما هبط سعر سهم شركة آى . بى . إم المنافس الرئيسى لشركة إى . دى . إس والرائد فى سوق خدمات الكمبيوتر بنسبة ٧٪ فى ذلك اليوم بسبب شكوك المستثمرين فى أن قوى السوق التى أثرت سلبًا على شركة إى . دى . إس سوف يكون لها تأثير مماثل على شركة آى . بى . إم .

الأرباح المصطنعة والتوقعات الملفقة والفضائح المحاسبية

ينتاب سوق الأسهم القلق بسبب تقديرات الأرباح ربع السنوية ـ وهو ما يجعل أقسام التمويل وعلاقات المستثمرين فى الشركات تطلع بعض المضاربين فى وول ستريت على توقعات الدخل والأرباح السنوية وربع السنوية للشركة . قبل مارس ٢٠٠٠ ، كان يمكن أن تعلن أو تكشف الشركات عن معلومات مهمة ـ غير متاحة للعامة ـ لبعض المحللين المميزين وكبار حملة الأسهم الذين يمكنهم عندئذ استخدام أو استغلال تلك المعلومات لصالحهم .

ولكى تتغلب على عدم المساواة فى الإفصاح ، أصدرت هيئة الرقابة والإشراف قواعد تتعلق بالافصاح العادل عن المعلومات . ووفقًا لهذه القواعد ، عندما تقوم إحدى الشركات بالافصاح عن معلومات مهمة لأى شخص ، فإن هذه الشركة يجب أن تقوم على الفور بالإفصاح للعامة عن هذه المعلومات . إذا انخفضت الأرباح ربع السنوية لإحدى الشركات عن التقديرات ربع السنوية لهذه الأرباح حتى بمقدار ضئيل ، فإن الهبوط فى سعر السهم يمكن أن يكون كبيرًا ؛ ونتيجة لذلك ، أصبحت العديد من الشركات خبيرة فى التعامل مع توقعات السوق .

قبل قيام الهيئة بإصدار لائحة الإفصاح العادل ، كان يمكن أن تقوم إحدى الشركات بإعطاء توجيهات لبعض محللى الأسهم المميزين والذين يمكنهم عندئذ التأثير على تقديرات وول ستريت لأرباح ودخل الشركة سواء بالارتفاع أو بالانخفاض . كما قد تقوم الشركة بطريقة غير سليمة بإدارة أرباحها حتى تستطيع دائمًا تحقيق التوقعات أو تجاوزها بدرجة طفيفة ـ غالبًا ما يكون بمقدار بنس لكل سهم . وتقوم بعض الشركات

بإنشاء احتياطيات للاستخدام فى الأيام العصيبة تتعلق بالدخل المؤجل والذى يمكن أن تقوم بضخه إذا دعت الضرورة لتحقيق توقعات الأرباح . وقد وجهت التهم إلى شركة ميكروسوفت بوضع هذه الاحتياطيات ، وتعرف الشركات المالية مثل البنوك التجارية وبنوك الاستثمار وشركات التأمين بتمويل احتياطيات خاصة بتغطية الأرباح المستقبلية .

كانت شركة وورلدكوم إحدى الشركات التى كثيرًا ما كانت تفى بالتوقعات بدقة . ولسنوات عديدة ، وفى محاولة لتحقيق تقديرات أرباح التشغيل ، كان العاملون فى التمويل بشركة وورلدكوم يقومون بانتظام بتصنيف مصروفات التشغيل قصيرة الأجل على أنها مصروفات رأسمالية طويلة الأجل . وقد قامت شركة وورلدكوم بتحويل ما يزيد عن ٩ مليار دولار مصروفات تشغيل ناتجة عن بيانات محاسبية مزيفة دعمت سعر السهم بدرجة تتحدى الجاذبية . وينتظر " سكوت سوليفان " وآخرون فى شركة وورلدكوم المحاكمة ، ويمكن أن ينالوا أحكامًا بالسجن لفترات طويلة للدور الذى قاموا به فى إحدى الخدع المحاسبية التى تسببت فى آلام كبيرة لملايين من المستثمرين .

قد تنضم بعض الشركات الكبيرة إلى السيد " سوليفان " فى قاعة المحكمة . وقد اعترفت شركة إنرون بإخفاء خسائر وديون فى شركات خارج الميزانية والتى كان من المفترض أنها مستقلة ، ولكنها لم تكن فى الواقع كذلك . كما قامت شركتى " جلوبال كروسينج " ، و " كويست " بتضخيم الأرباح من خلال الدخول فى عمليات صورية مع بعض شركات الاتصالات الأخرى والتى قاموا فيها بمبادلة الكابلات ، وقاموا بتسجيل عمليات المبادلة على أنها عائد . كما دفعت شركة زيروكس غرامة قدرها ١٠ مليون دولار لهيئة الرقابة والإشراف ، وقامت بإعادة تقدير دخلها وتخفيضه بما يزيد عن ٦,٤ مليون دولار خلال فترة خمس سنوات . وتخضع شركة أدلفيا لتحريات مدنية ، وجنائية لإخفائها ما يزيد عن مليار دولار قروض لعائلة ريجاس ولتضخيمها عدد عملائها الفعليين . وقد سبق أن اتهم المدير التنفيذى " دنيس كوزلوسكى " . والمدير المالى " مارك سوارتز " لشركة تايكو بسرقة ما يزيد عن ١٧٠ مليون دولار من الشركة وإدارة شركة غير قانونية هدفها النصب على المستثمرين . كما قامت

العديد من الشركات الأخرى بممارسات محاسبية بعيدة عن حدود الأخلاق .

بعض الشركات لديها برامج تحفيز تم تصميمها بطريقة سيئة والتي قد تشجع بطريقة غير ذكية إدارة الشركة على التلاعب بالقواعد . وقد كانت شركة كمبيوتر أسوشيتس إحدى هذه الشركات . فمن خلال أحد برامج التعويض الغبية والغريبة ، حصل المديرون التنفيذيون الثلاثة للشركة ـ " تشارلز بى وانج " ، و " سانجاى كومار " ، و " راسيل آرتزت " على ٢٠,٢٥ مليون سهم كمنحة من أسهم الشركة لتقسيمها فيما بينهم فى حالة إغلاق سعر السهم عند أكثر من ٥٣,٣٣ دولارًا خلال ٦٠ يومًا من التعاملات على مدى فترة قوامها ١٢ شهرًا . وفى مايو ١٩٩٨ ، تم تحقيق الهدف ، وتم منحهم الأسهم والتى كانت تساوى أكثر من ١,١ مليار دولار فى ذلك الوقت . هل تبدو مبالغة زائدة عن الحد ؟

بعد شهرين فقط من المنحة ، أعلنت الشركة أن أرباحها ومبيعاتها سوف تنخفض عن التوقعات مؤدية بذلك إلى ضربة أصابت أسهمها . توقيت رائع ! وتحقق هيئة الرقابة الآن فى أعمال الشركة لترى ما إذا كان المديرون التنفيذيون للشركة قد قاموا بتضخيم مبيعات الشركة والأرباح بصورة مزيفة من أجل غرض واحد وهو الحصول على المنحة البالغ قدرها ١,١ مليار دولار . والآن مَنْ يمكنه القيام بشىء كهذا مقابل ١,١ مليار دولار فقط ؟ إذا كان بمقدور برامج تعويض ومكافآت أن يشجع بعض الإجراءات المحاسبية غير القانونية التى يقوم بها المديرون التنفيذيون ، فإن هذا البرنامج كان ينتمى لهذا النوع أيضًا .

دون الرجوع أو الإشارة إلى الغش أو النصب المحاسبى ، من المستحيل بالنسبة للمديرين فى معظم شركات النمو تحقيق التوقعات والتى يتم تضمينها غالبًا فى تقديرات المحللين وفى تسعير أسهم النمو . لا يمكن لأى شركة أن تنمو باستمرار بمعدل من ٣٠٪ إلى ٥٠٪ سنويًا على مدى فترة طويلة من الزمن . فبسبب التوقعات غير الحقيقية للمستثمرين الجشعين ، وقلة الشجاعة أو الجرأة لدى المدير المالى أو التنفيذى لكى يكون صريحًا مع محللى سوق الأسهم ، ترتفع أسعار أسهم النمو إلى معدلات لا يمكن أن تدعمها عمليات وأنشطة الشركة . وقد كانت

التوقعات غير الحقيقية للنمو من جانب كل من وول ستريت والمستثمرين هى السبب الرئيسى لفقاعة شركات التكنولوجيا وانهيارها التالى .

كان انفجار الفقاعة والكشف عن الفساد فى الشركات والغش والخوف من غضب ثورة المستثمرين هو ما دفع واشنطن إلى إصدار تشريع ثنائى بسرعة وبالإجماع ، وبالفعل فى ٣٠ يوليه ٢٠٠٢ ، أقر الرئيس " جورج دبليو . بوش " قانون ساربانز أوكسلى لسنة ٢٠٠٢. ويعزز القانون القوانين الخاصة بالأوراق المالية والمحاسبية ويهاجم الغش فى الشركات . لقد وضع القانون هيئة تتمثل مسئوليتها فى مراقبة عملية المحاسبة ، وخول لها السلطة لمعاقبة المحاسبين عن الأخطاء أو المخالفات . ووفقًا لهذا القانون ، يستوجب على المدير التنفيذى والمدير المالى للشركة التصديق على التقارير ربع السنوية للشركة . ومن يخالف أو ينتهك منهما القانون يواجه عقوبة السجن .

الأرباح المصطنعة أو الملفقة : توصياتنا

نحن نعتقد أن قانون ساربانز أوكسلى سوف يكون فعالاً فى الحد من حالات الغش المحاسبى بدرجة كبيرة (وليس القضاء عليها تمامًا) خاصة تلك التى قامت بها شركات إنيرون وورلدكوم وجلوبال كروسينج والتى شهدها السوق فى الآونة الأخيرة . إذا لم يحدث ذلك ، فإن أموالنا سوف تخرج من سوق الأسهم . فلا يريد أحد من المستثمرين المشاركة فى أى من الأسواق التى يكون السجل المحاسبى فيها مصطنعًا أو ملفقًا .

عندما نقوم بتقييم أحد الأسهم ، نستخدم إحدى الأساليب المقبولة والذكية . إننا لن نقع فى خطأ دفع أسعار مرتفعة للغاية فى سهم شركة جى . دى . إس ، أو لوسنت فى تقييمنا ، سوف نقوم باستخدام معدلى نمو مختلفين ـ معدل يعكس تقديرات المحلل (ولكن تقديرات النمو هذه كثيرًا ما تكون مرتفعة للغاية فى المدى الطويل) ومعدل آخر يعكس معدلات النمو التى تتوافق مع نمو الشركة (من ٣٪ إلى ٥٪) ونرى إلى أين تأخذنا التقديرات .

تتمثل قاعدة قرار الاستثمار الذكى فى سوق اليوم (وخاصة بالنسبة لأسهم النمو) فى أنه إذا كنت تؤمن بأن أداء إحدى الشركات سوف يتجاوز التوقعات ، اشتر السهم . وإذا كنت تؤمن بأن الشركة سوف

يكون أداؤها دون التوقعات ، عليك ببيع السهم . أما إذا أردت أن تكون قادرًا على اتخاذ قرارات استثمار ذكية ، فمن الضرورى أن تعرف كيف تعكس أسعار السهم اليوم : توقعات معدلات النمو ، وهوامش صافى ربح التشغيل ، ومعدلات صافي الاستثمار ، ومعدلات الفائدة .

تقييم الأسهم ـ فن أم علم أم شعوذة ؟

تعد الدراسات الاقتصادية التى تدور حول حركة ومعدلات أسعار سوق الأسهم بمثابة لغز لمعظم الناس . فى نهاية التعامل كل يوم ، يرجع محللو الأسهم فى شبكة سى إن إن ، سى إن بى سى وشبكات الأخبار المالية الأخرى تحركات أسعار الأسهم إلى عدد من العوامل : التقارير الحكومية عن أسعار المستهلكين وأسعار الجملة ، والتغيرات فى أسعار الفائدة وسوق السندات ، والإحساس المتزايد للمستثمرين سواء بسوق نشطة أو ضعيفة ، وتصريحات رئيس بنك الاحتياطى الأمريكى " آلان جرينسبان " ، أو تقارير الشركات الخاصة بالأرباح بالزيادة أو الانخفاض عن التوقعات .

وتعد العوامل التى تحدد السعر النهائى لأحد الأسهم من الأشياء الأكثر غموضًا بالنسبة للعديد من المتعاملين فى السوق . لماذا وصل مؤشر داو جونز للشركات الصناعية إلى ٨٣٤١,٦٣ نقطة ؟ لماذا يباع سهم شركة ماكدونالدز بسعر ١٦,٠٨ دولار للسهم ؟ هل تقييم الأسهم يعد فنًا أم علمًا أم مجرد شعوذة ؟

فى هذا الكتاب ، سوف نقوم بالتركيز على الفن والعلم فى تقييم الأسهم . نحن نؤكد أنه بمرور الوقت سوف تتحرك أسعار الأسهم وتتجه نحو القيم الحقيقية لها . ولا تختلف عملية تقييم الأسهم العادية عن تقييم أى أصل آخر . إن تقييم الأصول ـ سواء كانت أصول مالية أو حقيقية أو أصل بشرى ـ هى عملية يتقنها المرء بالتدريب لا أكثر .

واليوم تتمثل القيمة الاقتصادية لأحد الأصول ببساطة فى مجموع التدفقات النقدية لهذا الأصل التى من المتوقع أن يحققها بعد خصم كل من قيمة الوقت ودرجة المخاطر المرتبطة بهذه التدفقات النقدية المتوقعة . يمكن أن تأتى التدفقات النقدية للأسهم العادية من توزيعات الأرباح أو عن طريق بيع أو اندماج إحدى الشركات . أو من إعادة شراء السهم

بمعرفة الشركة (مثل ميكروسوفت وإنتل ، واللتين لديهما برامج إعادة شراء كبيرة فى السوق) أو من بيع السهم بأسعار السوق .

وينطبق أسلوب تقييم التدفقات النقدية المخصومة على الأصول كافة : الأصول المالية مثل السندات والرهون العقارية والأسهم ، والأصول الحقيقية مثل المبانى والعقارات ، والأعمال الفنية والقطع الأثرية والعملات النادرة ، والأصول البشرية مثل التعليم الجامعى والقيمة الاقتصادية لحياة أحد الأشخاص . (تستخدم العديد من الدوائر القضائية أساليب التقييم باستخدام التدفقات النقدية المخصومة لتحديد القيمة الاقتصادية لحياة أحد الأشخاص فى حالة القتل الخطأ . بالنسبة للأصول المالية التى تقدم مدفوعات ثابتة مثل السندات والرهونات ، من البسيط نسبيًا تطبيق أسلوب التدفقات النقدية المخصومة عليها . بينما يعد تطبيق مثل هذا الأسلوب على الأسهم العادية (أو على حياة أحد الأفراد) على قدر كبير من الصعوبة . سوف نتناول كيفية التغلب على هذه الصعوبات فى الفصول القادمة .

أساليب وطرق تقييم الأسهم : الأسلوب الأساسى ، والأسلوب الفنى والنظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية

يمارس المحترفون المشاركون فى السوق عددًا من مناهج وأساليب الاستثمار . وتتراوح هذه الأساليب من عملية الشراء والاحتفاظ بالأسهم بشكل متحفظ والتى يميل إليها المستثمرون من الأفراد إلى الاستراتيجيات طويلة وقصيرة الأجل متعادلة المخاطر[٤] التى يقوم بها ويستخدمها مديرو صناديق التغطية فى الأسواق العالمية .

ووفقًا للتعريفات العامة ، يمكن تصنيف استراتيجيات الاستثمار وتقييم سوق الأسهم المختلفة إلى ثلاثة أساليب : التحليل الأساسى والتحليل الفنى والنظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية . وتحظى الأساليب الثلاثة بقواعد ومبادىء مختلفة تتعلق بالعلاقة بين أسعار الأسهم التى نلاحظها فى الأسواق والقيم الحقيقية للأسهم[٥] . هذه المبادىء تم تلخيصها فى الرسم (٣ - ٤) .

كيف يتم تقييم الأسهم ؟

	التحليل الفنى	التحليل الأساسى	النظرية الحديثة للمحفظة
ما الذى يحرك أسعار الأسهم ؟	العوامل النفسية	توزيعات الأرباح	المخاطرة والعائد
كيف يتم تقييم حصة المستثمر ؟	التوجهات الحديثة والعوامل المختلفة	مدفوعات الأرباح المتوقعة مستقبلاً	المخاطر والعائد
ما هى العلاقة بين القيمة والسعر ؟	السعر ≠ القيمة	فى النهاية سوف يتساوى السعر مع القيمة	السعر - القيمة

الرسم ٤-٢ رسم بيانى لاستراتيجيات التقييم

وتعد عملية تحليل التدفقات النقدية المخصومة التى تحدثنا عنها فى هذا الكتاب أحد الأمثلة الواضحة على عملية التحليل الأساسى . ووفقًا لهذا الأسلوب . فإن أداء التشغيل والأداء المالى الحالى والمستقبلى للشركة يحددان القيمة الحقيقية لسهم الشركة . ويستخدم المحللون الأساسيون أساليب أخرى لتقييم القيمة الحقيقية أيضًا ـ أساسًا سعر السهم المستهدف والتقييم النسبى ـ اللذين سوف نتناولهما بالمناقشة فيما بعد . ولتقييم توقعات إحدى الشركات . يقوم المحللون الأساسيون بتقييم بيانات الاقتصاد والصناعة والشركة ككل لتقدير القيمة الحقيقية للسهم . ويتمثل الافتراض الذى يدور حوله التحليل الأساسى فى أن سعر سهم الشركة سوف يتجه بمرور الوقت إلى قيمته الحقيقية .

ويعتقد المحللون الفنيون أن تحركات سعر السهم فى الأجل القصير تتأثر بصورة أساسية بالتغيرات فى سلوك السوق ـ اعتبارات العرض والطلب التى تم وصفها فى المبدأ الأساسى الرابع . ولا يهتم المحللون الفنيون الحقيقيون بميزانية الشركة وقائمة الدخل . ولكنهم بدلا من ذلك

يؤمنون بأن أسعار الأسهم تعكس غريزة الطمع مقابل عقلية الخوف لدى المستثمرين . ووفقا للتحليل الفنى ؛ فإنه ليست هناك علاقة ضرورية بين سعر أحد الأسهم وقيمته الحقيقية .

ويؤمن أتباع النظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية بأن قوى التنافس فى سوق الأسهم ينتج عنها أسعار أسهم تعكس دائمًا القيم الحقيقية لهذه الأسهم . ووفقًا للمصطلحات المستخدمة فى النظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية ، فإن السوق يعد كفئاً ؛ لأن المعلومات الجديدة سرعان ما يتم تضمينها فى أسعار الأسهم ، ولا يوجد أبدًا ما يعرف بالأسهم المقومة بأعلى أو أقل من قيمتها . ولقد تناولنا بالشرح بعض مبادىء النظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية فى الفصل الثانى .

التحليل الأساسى

يبدأ التحليل الأساسى بافتراض أن السهم له قيمة حقيقية يرتبط بها سعره . قد ينحرف السعر عن هذه القيمة فى الأجل القصير ، ولكن بمرور الوقت ، سوف يلتقى السعر والقيمة الحقيقية عند نقطة واحدة . من بين أكثر المؤيدين المشهورين لمنهج التحليل الأساسى : المستثمرون من أمثال " بنيامين جراهام " ، و " وارين بافيت " ، و " بيتر لينش " ، وواضعو الاستراتيجيات فى وول ستريت من أمثال " آبى جوزيف كوين " من مؤسسة جولدمان ساكس ، و " آلان ماكان " من مؤسسة ميريل لينش ، و " جون مانلى " من مؤسسة سالمون سميث بارنى . ويتم دعم ومساندة مزايا التحليل الأساسى على شبكة الانترنت من خلال موقع شركة موتلى فول (/www.fool.com) ، وموقع شركة ستوك فاليواشن (/www.stocksense.com) وكذلك موقع شركة فيكتور فيست (/www.vectorvest.com) .

ونحن نعتقد أن ما يزيد عن ٨٠٪ من المحللين فى وول ستريت يستخدمون أساليب التقييم الأساسى ؛ وذلك لوضع توصيات الشراء والبيع لديهم ولتقدير القيمة الحقيقية لإحدى الشركات . فى ظل هذا الأسلوب التحليلى ، تعتبر القيمة إحدى دالات الدخل والنمو والأرباح والتوزيعات والتدفقات النقدية وهوامش الأرباح والمخاطر وأسعار الفائدة وعوامل أخرى . ويقوم محللو الأسهم باستخدام التحليل الأساسى لتقييم سعر سهم

إحدى الشركات مقابل القيمة باستخدام واحد أو أكثر من الأساليب الثلاثة التالية :

تحليل السعر المستهدف للسهم . ويبدأ هذا الأسلوب المعروف بعمل تنبؤ عن الأرباح المستقبلية لكل سهم للشركة . ثم يضرب هذا الرقم فى نسبة السعر المتوقعة للسهم للوصول إلى السعر المستهدف للسهم . ويتم استنتاج السعر المستهدف للسهم بهذه الطريقة : مع وجود تقديرات أرباح لكل سهم لعام ٢٠٠٣ بواقع ١,٦٣ دولارًا للسهم ، وعلى فرض أن نسبة السعر إلى الأرباح فى السوق هى ١٨ ، فإن السعر المستهدف لسهم شركة ماكدونالدز يكون ٣٠ دولارًا للسهم . ومع الأخذ فى الاعتبار السعر الحالى وقدره ١٦,٠٨ دولارًا ، فإننا نوصى بشراء السهم .

تحليل القيمة النسبية . تستخدم مقاييس القيمة النسبية غالبًا بالارتباط مع أسلوب السعر المستهدف للسهم . ويستخدم تحليل القيمة النسبية مقياسًا للقيمة ـ نسبة السعر إلى الأرباح ـ لإحدى الشركات والأسهم المماثلة والشركات المتشابهة داخل نفس الصناعة . وبالإضافة إلى نسبة السعر على الأرباح ، تشمل مقاييس القيمة النسبية نسبة السعر إلى القيمة الدفترية ونسبة السعر إلى المبيعات ، أو نسبة السعر إلى الأرباح إلى النمو كمقاييس معيارية للمقارنة بين الشركات المختلفة ذات الخصائص المختلفة .

وحيث إنها من أسهل العوامل حساباً وفهماً ، نجد أن نسبة السعر إلى الأرباح هى مقياس القيمة النسبية الأكثر ترددًا من خلال وسائل الأعلام . حيث يتم مقارنة نسبة السعر إلى الأرباح للشركة مع نسب السعر إلى الأرباح لنظراء الشركة وعلاقتها بالعوامل الأساسية الأخرى ـ وأكثرها نمو الأرباح لكل سهم والذى يمثل صافى هامش ربح التشغيل والمخاطر ـ وذلك للتأكد مما إذا كان السهم مقومًا بأعلى أو بأقل من قيمته . كما تعد نسبة السعر إلى الأرباح إلى النمو فى تقييم أسهم النمو مقياسًا مشهورًا بين المستثمرين فى الفترة الأخيرة لأنها مقياس مفضل تستخدمه أى شركة فى منشوراتها وموقعها على شبكة الإنترنت .

يمكن أن تقرأ أحد تحليلات القيمة النسبية على النحو التالى :

" تعتبر نسبة السعر إلى الأرباح لشركة ماكدونالدز وقدرها ١٥,٨ أقل من نسبة السعر إلى الأرباح لسلاسل مطاعم الوجبات السريعة الأخرى . ومع الأخذ فى الاعتبار أن نمو الشركة (٥٪ لكل من المبيعات والأرباح)

يتماشى مع مثيلاتها فى الصناعة ، وأن شكل المخاطر لديها (كما تم قياسه من خلال تقلبات الأرباح ومعدلات الديون) أقل من منافسيها ، نستنتج من ذلك أن سهم شركة ماكدونالدز مقوم بأقل من قيمته " .

تحليل التدفقات النقدية المخصومة . نحن نستخدم فى هذا الكتاب تحليل التدفقات النقدية المخصومة . وفى حين أن هذا التحليل يستخدم لتقييم كافة أنواع استثمارات الدخل الثابت (سندات ، رهونات ، إلخ) إلا أنه يحظى باهتمام أقل من وسائل الإعلام كطريقة لتقييم الأسهم العادية . وقد يكون أحد الأسباب الواضحة لقلة الاهتمام هو الصعوبة فى شرح أسلوب التدفقات النقدية المخصومة بمصطلحات بسيطة للمستثمرين فى الأسهم .

ووفقًا لأسلوب التدفقات النقدية المخصومة ، فإن قيمة أحد الأسهم هى مجموع التدفقات النقدية المتوقعة للشركة مخصومة بسعر فائدة مناسب . ويعد نموذج خصم التوزيعات هو أكثر الأساليب الأساسية ، والذى فيه تكون قيمة أحد الأسهم هى القيمة الحالية للتوزيعات التى يتوقع المستثمر الحصول عليها . ومن خلال هذا النموذج يقوم المحلل بتقدير نمو التوزيعات فى المستقبل ومعدل النمو المطلوب على السهم ، ويقوم بخصم هذه التوزيعات المتوقعة للوصول إلى قيمة السهم .

وثمة أسلوب آخر للتدفقات النقدية المخصومة وهو نموذج التدفقات النقدية الحرة إلى حقوق الملكية ، والذى يقيس التدفقات النقدية المتبقية بعد المدفوعات لرأس المال العامل ، والمصروفات الرأسمالية والفائدة والأصل على إصدارات المديونية (السندات) والتوزيعات على الأسهم المميزة . ثم بعد ذلك يتم خصم هذه التدفقات النقدية على تكلفة حقوق الملكية فى الشركة للوصول إلى قيمة السهم . ويعد أسلوب التدفقات النقدية المخصومة مشابهًا فى عمله أسلوب التدفقات النقدية الحرة لأسلوب التدفقات النقدية إلى حقوق الملكية وهو الأسلوب الذى تم شرحه بالتفصيل هنا .

يميل المحللون الذين يستخدمون أسلوب التدفقات النقدية المخصومة إلى تقديم تقارير بسيطة عن القيمة مقارنة بالتقارير المفصلة المقدمة للمستثمرين حيث تأتى على غرار : " على أساس التدفقات النقدية ، نقدر أن القيمة العادلة لسهم شركة ماكدونالدز هى ٣٠ دولارًا للسهم . ومع الأخذ فى الاعتبار السعر الحالى وهو ١٦,٠٨ دولارًا فإننا نوصى بشراء سهم ماكدونالدز " .

يستخدم العديد من المشاركين فى السوق أساليب تحليلية على أساس التحليل الأساسى كأساس لقرارات الشراء والبيع طويلة الأجل ، وتعتبر القاعدة الأساسية للاستثمار المرتبطة بالتحليل الأساسى هى : إذا كان سعر أحد الأسهم أقل من قيمته الحقيقية ، اشتر السهم ، وإذا كان السعر أعلى من القيمة الحقيقية ، عليك ببيع السهم .

التحليل الفنى

يقوم المحللون الفنيون برسم خريطة بيانية للتحركات التاريخية لسعر السهم ، وحجم نشاط التعامل واتجاهات السعر ، وحجم أسواق حقوق الملكية والمديونية المرتبطة بالسهم للتنبؤ أو توقع السلوك الخاص بشراء السهم من قبل المشاركين الآخرين فى السوق . وتعد الحيوية والنشاط للمشاركين الآخرين فى السوق على قدر كبير من الأهمية للمحللين الفنيين أكثر من المحللين الأساسيين . ويؤمن المحللون الفنيون بأن أسعار الأسهم تتأثر أكثر بسلوك المستثمر وانفعالات الجمهور أكثر من التغيرات فى أساسيات الشركة . وتتجه أفعال وتحركات جمهور المستثمرين فى الأسواق إلى الخوف من حدوث أى هبوط والطمع عند حدوث الارتفاعات !

ومن الأشخاص المعروفين المؤيدين للتحليل الفنى " رالف أكمبورا " من شركة برودينشال سكيوريتز للأوراق المالية ، و " وليام أونيل " من جريدة إنفستورز بيزنيس ديلى و " آلان شو " من مؤسسة سالمون سميث بارنى . وتعرض مزايا التحليل الفنى على شبكة الإنترنت على موقع شركة ستوك تشارتس (www.stockcharts.com/) وموقع شركة تيكنيكال تريدرز (www.technicaltraders.com/) وموقع (www.bullchart.com/)

تذكر المبدأ الأساسى رقم ٤ ـ توجه قوى العرض والطلب أسعار الأسهم فى الأجل القصير . ويركز المحللون الفنيون على كيفية تصرف المشاركين فى السوق فى الأجل القريب ، وكيف يؤثر التفاؤل والتشائم فى السوق فى سلوكهم وتصرفاتهم . بالنسبة للمحلل الفنى ، عندما يتجه سعر أحد الأسهم لأعلى ، لا يعنى هذا بالضرورة وجود تحسن فى الشركة ، ولكنه بسبب الطلب المتزايد على السهم والتحرك والقوة فى سعر سهم الشركة . عامة ما يكون لدى المستثمرين الذين يستخدمون التحليل الفنى توجه

لحيازة كميات من الأسهم فى الأجل القصير أكثر من المستثمرين الذين يستخدمون التحليل الأساسى فقط .

يستخدم العديد من المشاركين فى السوق أساليب التحليل الفنى كأساس لقرارات الشراء والبيع فى الأجل القصير . والقاعدة الأساسية للاستثمار المرتبطة بالتحليل الفنى هى : إذا أعطتك المؤشرات إشارة على أن سعر أحد الأسهم سوف يرتفع ، اشتر السهم ، وإذا أعطتك إشارة بأن السعر سوف يهبط ، عليك ببيع السهم .

النظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية

تعتبر فكرة أسواق رأس المال الكفء (التى تم مناقشتها فى المبدأ الأساسى الثانى فى الفصل الثانى) هى حجر الأساس لهذه النظرية ، وهى الاعتقاد بأن أسعار الأسهم دائما ما تعكس القيمة الحقيقية ، وأن أى نوع من التحليل الأساسى أو الفنى يدخل كجزء من سعر السهم . يعتمد المؤيدون للنظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية إلى كونهم أساتذة فى التمويل ولديهم وجهات نظر متحفظة للغاية أو متحررة للغاية . والعديد منهم تعلم أو دَرَّس فى جامعة شيكاغو .

ولتأييد مثل هذا الادعاء ، فإنهم يستشهدون بدراسات أكاديمية تظهر من بين الأشياء الأخرى أن التغيرات اليومية لسعر السهم عشوائية وهو (مبدأ افتراض التحرك العشوائى) ، وأن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للإفصاح الجديد الذى تقوم به الشركة عن الأرباح والتغيرات فى التوزيعات ، والأخبار الأخرى الخاصة بالشركة ، وأن صناديق الاستثمار التى يديرها مديرون ماليون محترفون (الصناديق المشتركة ، وصناديق المعاشات) يقل أداؤها وعوائدها عن عوائد استراتيجية الشراء والاحتفاظ بالأسهم ، حيث يتم قياسها من خلال مؤشرات امتلاك الأسهم .

وتشير هذه الاكتشافات مجتمعة إلى أن المستثمرين لا يمكنهم استخدام المعلومات الماضية أو القديمة الخاصة بأسعار الأسهم والنشرات الإخبارية الخاصة بمعلومات معينة عن الشركة ، والتى اطلع عليها العامة للعثور على الأسهم المقومة بأقل من قيمتها ، بل إن مديرى صناديق الاستثمار العاديين لا يمكنهم مراقبة السوق لاكتشاف الأسهم المقومة بأقل من قيمتها . ويعد الاستثناء المهم لهذه الدراسات هو البحث الذى قام به

" فاما " و " فرنش " ، وبحوث مماثلة قام بها آخرون والتى تم مناقشتها فى الفصل الثانى . وتبين هذه الدراسات أن المستثمرين يمكنهم باستمرار تحقيق أداء يفوق أداء السوق من خلال شراء أسهم القيمة المقومة بأقل من قيمتها وبيع أسهم النمو المقومة بأعلى من قيمتها .

ويعبر المطبقون للنظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية أحيانًا عن ازدرائهم للتحليل الفنى أو الأساسى . على سبيل المثال ، يخبر المؤيدون للنظرية الحديثة للمحفظة المستثمرين بألا يزعجوا أنفسهم بالبحث عن الأسهم المقومة بأقل من قيمتها ، وبدلاً من ذلك عليهم اختيار مستوى مخاطر يمكنهم التعايش معه ، وتنويع حيازتهم فى محفظة من الأسهم . (انظر المبدأ الأساسى رقم ٩) .

قيمة السهم ، وسعره ، وتحركات السوق

سوف يخبرك العديد من المستثمرين المحترفين بأن قيمة أى سهم تساوى ببساطة السعر الذى تحصل عليه مقابل هذا السهم فى السوق ـ لا أكثر ولا أقل . ويحدد العرض والطلب السعر العادل لأى سهم . ومن الصعب أن تجادل مع هذا التصريح ولكننا سوف نحاول .

إننا نعتقد أن السعر العادل أو المناسب يتحدد من خلال التحليل الأساسى الناتج عن قيمة حقيقية قابلة للدعم ، وليس من خلال مستثمر متسرع فى اتخاذ قراراته . نحن نكره أن نعرض أحد الأسهم للبيع بسعر مثير للسخرية اعتمادًا على الافتراض بأنه دائمًا ما يوجد عدد كبير من المشترين الأغبياء والمستعدين لشراء الأسهم المقومة بأسعار أعلى من قيمتها .

دائمًا ما تنهال المعلومات على اللاعبين فى السوق والتى قد تؤثر فى سعر السهم سواء ايجابيًا أو سلبيًا . بعض المعلومات ترتبط بشدة بالسهم ـ كوجود أحد التقارير عن أرباح أفضل أو أسوأ مما كان متوقعًا ، أو دخول منتج جديد رائع ، أو وفاة مؤسس المؤسسة (والذى عادة ما يكون له تأثير إيجابى بشكل هائل على أسعار الأسهم) ، أو تسوية أحد إضرابات العمال ، أو تحقيق تقدم تكنولوجى أو طبى هائل .

هل سوق الأسهم يستجيب بشدة أو يستجيب بشكل دون المستوى للمعلومات الجديدة ؟ بكل تأكيد !

ناقشنا فى الفصل الثانى مثال شركة إنترميد . كانت الشركة موضوع مقالة مؤيدة لها تتعلق ببحوث الشركة فى مجال السرطان فى أحد أعداد يوم الأحد فى جريدة نيويورك تايمز . لم يتضمن المثال أية معلومات جديدة تتعلق بالشركة ، ومع ذلك وضع الشركة فى الصفحة الأولى ليطلع عليها ٣ مليون قارئ من المستثمرين الرئيسيين الجدد . ولقد ارتفع سعر السهم بناءً على هذا من ١٢ دولارًا إلى ٤٨ دولارًا . هل يمكننا أن نعتبر هذا رد فعل منطقيًا ؟

كثيرًا ما تلعب الانفعالات دورًا كبيرًا فى سوق الأسهم . قد يقوم بعض اللاعبين فى السوق بترجمة المعلومات التى يحصلون عليها إلى تأثيرات تفاؤلية أو تشاؤمية خاصة بالتدفقات النقدية المتوقعة للشركة . وقد يقدم المستثمرون أسعاراً مرتفعة لأحد الأسهم فى أحد الأوقات دافعين بالسهم إلى مستويات غير واقعية كما قد يتجه السهم إلى أسفل بطريقة لا تصدق . قد تؤثر بعض المعلومات فى أحد الصناعات ككل . على سبيل المثال : إذا قامت شركة ديل بشكل غير متوقع بتخفيض توقعاتها عن الدخل خلال العام فإن سعر السهم سوف يهبط فى معظم الحالات وربما بدرجة كبيرة . قد يؤثر هذا الإعلان سلبيًا فى أسعار أسهم شركات أخرى مصنعة للكمبيوتر . ومن المنطقى أن المستثمرين سوف يستنتجون أن قوى الصناعة التى تؤثر فى شركة ديل قد تؤثر عكسيًا أيضًا على شركة آى . بى . إم واتش . بى ، وقد يؤدى الإعلان أيضا إلى تخفيض أسعار أسهم شركة ميكروسوفت والتى تبيع برامج تدخل ضمن أجهزة شركة ديل ، وكذلك شركة إنتل والتى تبيع المعالجات الدقيقة لشركة ديل .

وقد تؤثر بعض المعلومات فى سوق الأسهم ككل . مثال : يعتبر الاستقرار السياسى واستقرار العمالة وتخفيض ضرائب الدخل وانخفاض التضخم ومعدل عائد المخاطر المنخفض على الأسهم (وهى العوامل المرتبطة بأسعار الفائدة المستقرة والتكلفة المستقرة لرأس المال) جميعًا محركات ودوافع للغالبية العظمى من الأسهم . وعلى العكس ، تعتبر القلاقل السياسية وعدم استقرار العمالة ، ومعدلات التضخم المرتفعة والزيادة فى ضرائب الدخل والزيادة فى عائد مخاطر الأسهم (والمرتبطة بمعدلات فائدة

مرتفعة وتكلفة مرتفعة لرأس المال) جميعًا أسبابًا لهبوط أسعار الأسهم عامة . لقد ازدادت علاوة مخاطر الأسهم بدرجة كبيرة خلال الهجمات الإرهابية فى ١١ سبتمبر وثانية فى أثناء فضائح شركتى إنرون وورلدكوم .

مع كل هذه المعلومات التى تنهال على المستثمرين وتسبب إعادة تقييم الاستثمار ، فإن أسعار السوق تتأرجح قليلاً . هل تتغير القيمة الحقيقية لأحد الأسهم بدرجة كبيرة مثلما يتأرجح سعر السهم ؟ تشير الدلائل إلى العكس . لقد أجريت كثير من الدراسات والبحوث الأكاديمية التى تتعلق بتحركات أسعار الأسهم والجلبة المرتبطة بهذه التحركات[٦] بسبب وجهات النظر المتفائلة أو المتشائمة للغاية فى السوق ، ومنها وجدنا أن سعر أحد الأسهم قد ينحرف بدرجة كبيرة ولفترة طويلة من الوقت عن القيمة الحقيقية للسهم . لقد حدث هذا خلال تضخم فقاعة شركات الإنترنت والاتصالات والتكنولوجيا . ومع ذلك ، بمرور الوقت يجب أن تلتقى قيمة السهم وسعر السهم عند نقطة واحدة على أساس منتظم .

قيمة السهم ، وسعره ، وتوصيات المحللين

تشبه القيمة الحقيقية للسهم نظرنا إلى الجمال ، حيث تختلف من شخص إلى آخر ، وتتأثر بنماذج التقييم المستخدمة والافتراضات المستخدمة فى التحليل . يقوم المحللون فى وول ستريت (ومن غير وول ستريت المتخصصين فى هذا الشأن) بتضمين ما لديهم فى النماذج التى يستخدمونها لحساب قيمة أحد الأسهم . وقد يعتمد تقدير أحد المحللين للقيمة الحقيقية على الأساسيات الحالية (النمو التاريخى للدخل ، وصافى هامش ربح التشغيل ... إلخ) المرتبطة بالسهم والأكثر أهمية على اعتقادات المحللين الخاصة بالتطور المستقبلى لهذه الأساسيات . وقد تكون بعض الافتراضات ـ مثل معدلات النمو المتوقع ـ متفائلة للغاية ، وقد ينتج عنها قيم من المستحيل تبريرها فى ضوء عمليات الشركة الحالية .

قد يوصى المحلل الذى يؤمن بأن أحد الأسهم مسعر بأقل من قيمته الحقيقية بشراء هذا السهم . ومن الناحية الأخرى ، قد يكون أحد المحللين ـ نتيجة الخوف من عقاب عميل الشركة ـ متحفظًا فى التوصية ببيع أحد الأسهم ، والذى يكون سعره أعلى من قيمته الحقيقية .

والمحلل الذى يقوم بعمل توصية ببيع أحد الأسهم سوف يعانى أوقاتًا عصيبة فى الحصول على معلومات من هذه الشركة فى المستقبل . كما أن التوصيات بالبيع تعمل على توتر العلاقات بين إدارة الشركة وقسم الاستثمار الخاص بالشركة والذى قد يحاول الحصول على أحد الأنشطة المربحة من الشركة وبذلك يجعل من المحلل شخصًا غير مرغوب فيه فى حفلات وتجمعات الشركة . وبدلاً من التوصية بالبيع ، يطلق أحد المحللين على سهم مسعر بأعلى من قيمته بأنه سهم يساوى قيمته فى الأجل الطويل . كن حذرًا عند سماعك لهذه المصطلحات .

منذ انفجار فقاعة شركات التكنولوجيا ، كان محللو الأسهم وصراع المصالح هو مركز اهتمام العامة . لقد أدت التقارير ورسائل البريد الإلكترونى الداخلية الخاصة التى وصلت إلى " هنرى بلودجيت " المحلل السابق لأسهم شركات الإنترنت لمؤسسة ميريل لينش إلى الارتباك ، وكانت عاملاً كبيرًا فى التسوية بمبلغ ١٠٠ مليون دولار فى أواخر عام ٢٠٠٢ والذى وقعها النائب العام لولاية نيويورك " إيليوت سبيتزر " . لقد منع " بلودجيت " من العمل فى صناعة الأوراق المالية . وفرضت عليه غرامة قدرها العديد من ملايين الدولارات . وفى أغسطس عام ٢٠٠٢ ، استقال " جاك جروبمان " وهو محلل سابق لأسهم شركات الاتصالات فى مؤسسة سالمون سميث بارنى وسط تحقيقات لهيئة الرقابة والإشراف تزعم بأنه قام بعمل توصيات على قدر كبير من الأهمية بشكل غير مقبول لأسهم الاتصالات والتى جعلت من مؤسسة سالمون سميث بارنى تعمل كبنك استثمار . وقد تم منعه أيضًا من العمل فى صناعة الأوراق المالية ووقعت عليه غرامة قدرها ١٥ مليون دولار . لقد تورط " جروبمان " بسبب رسائل البريد الإلكترونى والتى وصف فيها المدير التنفيذى لمؤسسة سيتى كورب "ساندى ويل " بشكل غير مستحسن جعلنا جميعًا نشكك فى مدى صحة أية تقارير قد ينشرها المحللون فى المستقبل .

فى الحقيقة ، أدت المخاوف من صراع المصالح بين محللى البحوث فى شركات السمسرة إلى الاقتراح الذى قدمته هيئة الرقابة والإشراف فى أغسطس ٢٠٠٢ ، ويطلق عليه (القواعد المنظمة لعمل المحللين) ، وهذه القواعد :

- تمنع شركات السمسرة من ربط مكافأة المحلل بعمليات استثمار معينة .
- تمنع المحلل من تقديم بحوث لصالح الشركة لجذب النشاط إليها .
- تقيد التعامل الشخصى الذى يقوم به المحلل فى أوراق الشركات التى يقوم بمتابعتها .
- تتطلب الإفصاح عن وجود تضارب فى المصالح فى التقارير ، وتطلب ظهور محلل البحوث أمام العامة .

يشير " جيمس إنجلش " المحلل السابق بشكل مقنع فى كتابه الرائع Applied Equity Analysis إلى أن محلل الأسهم هو فى الواقع أحد المؤيدين وليس مراقب محايد ، وأن تحليل الأسهم ليس نبوءة ولكنه رأى . ووفقًا لكلام الدكتور " إنجلش " تتمثل وظيفة المحلل فى تقديم واتخاذ موقف . إذا كان المحلل يعمل لحساب إحدى الشركات وتدفع له ، ولها أنشطة استثمار ، يجب أن يفهم المستثمر أن الصراعات سوف تحدث ، وقد تغير منه وتعمل على انحراف هذا التقييم .

يجب ألا يقبل المستثمر بشكل أعمى توصيات أحد المحللين . إنها مسئولية المستثمر أن يستكشف آراء المحللين الآخرين ، أو يقوم بتطوير وجهة نظره الخاصة بالأسهم .

مع الأخذ فى الاعتبار مدخلات الأسهم التى قمت بوضعها ، وأسلوب التدفقات النقدية المخصومة وبرنامج ValuePro 2002 ، تستطيع تحديد القيمة الحقيقية لأى سهم على نفس الأسس والقواعد التى يستخدمها المحللون فى وول ستريت . والفائدة هى أنك ستكون بعيدًا عن صراع المصالح التى تتحكم فى المدخلات - الأساسيات - كما يمكنك فهم كيفية تحويل التغير فى هذه المدخلات إلى تغيرات فى قيمة السهم .

سوف تقوم أنت بتحديد معدل نمو الدخل أو هامش الربح الذى تعتقد أن الشركة تستطيع تحقيقه أو سعر الخصم الذى سوف تطلبه الأسواق المالية . وسوف نشرح بكثير من التفصيل كيفية قيامك بطريقة مقبولة بتقدير هذه المدخلات ونبين لك أنك لست فى حاجة إلى أن تكون عالمًا للقيام بذلك . فى ظل وجود أسلوب التقييم وبرنامج ورقة العمل ، أنت

الآن مسئول عن عملية اختيار الأسهم . إنك الآن قادر على السيطرة على الأسهم بما تملك من معلومات !

الوقت المناسب للشراء ، والوقت المناسب للبيع : توصياتنا

يستخدم معظم المستثمرين الذين نعرفهم (فيما عدا بعض الأصدقاء من الأكاديميين الذين يؤمنون بالفعل بالنظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية) إما خليطًا من التحليل الأساسى والتحليل الفنى للوصول إلى اختياراتهم من الاستثمار والتوقيت ، أو أنهم لا يستخدمون التحليل على الإطلاق معتمدين فقط على النصائح المهمة التى يحصلون عليها من شركائهم فى لعبة الجولف .

ما هى وجهة نظرنا فى النقاش الخاص بالتحليل الأساسى فى مقابل التحليل الفنى فى مقابل النظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية ؟ نحن نفضل دائمًا شراء السهم يكون مقيمًا بأقل من قيمته الحقيقية . ومع ذلك ، عندما يكون اتجاه سعر السهم تصاعديًا ، فإنه يمكن أن يحمل معه أحد الأسهم المقيمة بأعلى من قيمتها إلى ارتفاع أكثر . لقد استفاد العديد من المستثمرين الذين يستخدمون بشكل أساسى التحليل الفنى من هذا النوع من الاستراتيجيات فى التعامل .

وعلى العكس ، إذا كان السوق يتسم بالضعف وقلة النشاط والأسهم تتكدس ، نحن نعتقد أن أسوأ شىء هو أن يكون أحد الأسهم مقوما بسعر أكبر من قيمته الحقيقية . يعتبر السهم ذو القيمة الأعلى من القيمة الحقيقية فرصة للبيع على المكشوف فى أحد الأسواق غير النشطة . ونحن نؤمن أن الاتجاهات الفنية للأسعار ، وكذلك القيمة الأساسية والتنوع جميعًا على قدر من الأهمية . إذا كانت أحد أساليب الاستثمار مفيدة لك ، استخدمها لصالحك . ومع ذلك لا تعط ظهرك لأساليب الاستثمار والتقييم الأخرى ، وخاصة القيم المتمخضة أو الناتجة عن استخدام أسلوب التدفقات النقدية المخصومة .

ويؤمن مؤيدو النظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية بأن التحليل الأساسى والفنى لن يذهبا بك إلى أى مكان فى عالم الاستثمار ، حيث إن

هذه المعلومات كافة تكون قد انعكست بالفعل فى سعر السهم . وفى حين أن الأكاديميين يميلون إلى الاعتقاد بهذه الفكرة ، فإن المحترفين من المستثمرين لا يؤمنون بها . وقد بدأ الدليل التجريبى ينعكس ضد فكرة أن أسعار الأسهم دائمًا ما تعكس القيم الحقيقية للأسهم . ويعتبر المقال الخاص بـ " فاما " ، و " فرنش " الذى سبق أن تناولناه بالشرح ، أكثر الدراسات وضوحًا وأهمية ، والتى توضح أن الأسواق قد لا تكون ذات كفاءة . وتحظى دراسات أكاديمية أخرى تستخدم أسلوب " فاما " ، و " فرنش " بنتائج مماثلة .

منذ عام ١٩٩٠ ، قامت صحيفة وول ستريت جورنال باختبار فكرة كفاءة سوق الأسهم فى عمودها " إنفيستمنت دارتبورد " حيث تقوم الجريدة بمقارنة أداء العائد الإجمالى خلال فترة ستة أشهر لأربعة أسهم ؛ أحدهما تم اختياره من قبل أربعة متخصصين فى الاستثمار مع أداء أربعة أسهم تم اختيارها بطريقة عشوائية من صفحات الأسهم المدرجة فى الصحيفة . وفى عام ١٩٩٩، تم دعوة أربعة من المستثمرين الهواة الذين يقرأون الجريدة للمشاركة فى كل مسابقة . ولقد انتهت المسابقة النهائية فى ١١ سبتمبر ٢٠٠٢ . وكان الأداء الكلى يدعم بشدة المحترفين فى كل من الأسهم المختارة على الطريقة العشوائية والهواة . خلال ١٤٧ مسابقة على مدى فترة ١٢ عامًا ، تفوق المحترفون على النظام العشوائى فى ٩٠ مسابقة . على أساس العائد النسبى ، حقق المحترفون عائدًا متوسطًا خلال ستة أشهر قدره ٩,٦٪ على مدى الفترة مقارنة بـ ٥,١٪ بالنسبة لسهم الهواة ونسبة ٢,٩٪ للأسهم التى تم اختيارها عشوائيًا[٧] وهو ما خلق اختلافًا كبيرًا فى العوائد .

فى ٣٥ مسابقة منذ عام ١٩٩٩ عندما تم دعوة الهواة لأول مرة للمشاركة ، حقق المحترفون متوسط ربح خلال فترة ستة أشهر قدره ٤,٧٪ ، فى حين أن اختيارات الهواة حققت خسارة قدرها ٥,٤٪ ، وحققت الأسهم التى تم اختيارها عشوائيًا متوسطًا قدره ٢,٤٪ وهبط مؤشر داو جونز بمتوسط قدره ١,٧٪ . يا له من نصر باهر لوول ستريت ولمؤيدى التحليل الأساسى .

نحن نؤمن بشدة بقيمة الاختيار الواعى للأسهم ، وأن المستثمر يجب أن يمتلك محفظة متنوعة من الأسهم العادية . وداخل هذه المحفظة ،

يجب أن يقوم المستثمر بتقييم كل سهم على حدة باستخدام أسلوب التدفقات النقدية المخصومة الذى تناولناه بالشرح . عندما يكون سعر أحد الأسهم مغالى فيه ويتجاوز قيمته الحقيقية بنسبة معينة (يختار المستثمر هذه النسبة ، مثلاً ١٥٪) فإنه يجب على المستثمر بيع هذا السهم واستبداله بسهم آخر مقوم بقيمة أقل من قيمته بما يزيد عن النسبة المعينة (١٥٪ مثلاً) .

يعطى هذا الأسلوب المستثمر الفرصة للاستفادة من التنويع الذى تؤيده النظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية ، مع المحافظة على مفهوم القيمة الذى نؤمن به بشدة ، ولكن هذا تسبب فى إرباك وحيرة الأكاديميين . نحن نؤمن أيضًا بأن أى تحليل يؤدى إلى قرار بشراء أو بيع الأسهم ، يجب على المستثمر أن ينتبه إلى عامل الخوف ويتجنب عوامل الطمع التى تظهر باستمرار فى سوق الأسهم .

غالبًا ما تعمل القرارات الخاصة بالضرائب على تعقيد عملية شراء وبيع الأسهم ، لكننا لن نتناول هذا الموضوع المعقد فى هذا الكتاب .

فى النهاية ، بغض النظر عن مدى جودة تحليلك ومقدار شعورك بأن أحد الأسهم مقوم بأقل من قيمته ، فإن السوق قد لا يتفق معك ، أو ربما يعرف أحد الأشياء التى لا تعرفها بعد . وتتمثل توصياتنا فى أنه إذا اشتريت أحد الأسهم وهبط السعر بدرجة كبيرة بمقدار ٢٠٪ أو أكثر أقل من سعر الشراء ، عليك ببيع هذا السهم . قلل من خسائرك وانتقل لسهم آخر . عليك أيضًا تحديث عمليات تقييم أسهمك بصورة دورية . وإذا تغيرت أساسيات أحد الأسهم ، وقام التغير بالتأثير سلبًا على قيمته الحقيقية ، عليك ببيع هذا السهم عندما يهبط سعره بأى مقدار أقل من معدل القيمة الحقيقية التى قمت بمراجعتها .

ما هو اتجاهنا التالى ؟

يعد تقييم الأسهم لغزًا لمعظم المستثمرين . لقد أضافت التقلبات المفرطة الحالية فى سوق الأسهم بلا شك الكثير إلى هذا الغموض . فى الواقع ، يصر العديد من مراقبى السوق على أن هذا التأرجح يدعم فكرة أن تقييم الأسهم يأتى فى مرتبة دون الفن والعلم أى أن أكثرها شعوذة . ويأتى

تركيز هذا الكتاب على أن تقييم الأسهم فن وعلم ، وأنه عليك أن تستخدم تقييم الأسهم بصورة مربحة فى قرارات الاستثمار الخاصة بك . فى الصفحات التالية ، سوف نشرح كيفية تطبيق مبادئ تقييم الأسهم ، والتى يستخدمها المديرون الماليون المحترفون والعاملون فى مجال الاستثمارات فى وول ستريت وذلك لتقييم أسهمك المفضلة .

ويتمثل المفهوم المهم الذى نحاول أن نكرره فى كل فصول هذا الكتاب هو أن قيمة أحد الأسهم ـ مثل قيمة أى أداة مالية أخرى ـ تساوى القيمة المخصومة للتدفقات النقدية المتوقعة ، معدلة بما يتماشى مع المخاطر وتوقيت هذه التدفقات . وبالنسبة للعديد من المستثمرين هناك مصدران للارتباك فى عملية تقييم الأسهم . أولهما : كيف نُقدِّر التدفقات النقدية المستقبلية ؟ وسوف نقوم بتوضيح هذا السؤال فى الفصل الخامس . وثانيهما : ما هو معدل الخصم المناسب لخصم التدفقات النقدية غير المؤكدة ؟ وسوف نناقش هذا السؤال فى الفصل السادس . سوف تتعلم كيفية التعامل مع هذه الأسئلة واستخدام إجاباتك لتحقيق أرباح استثمار .

وحيث إننا نؤمن بأنه من المفيد معرفة ما يتعلق بالشركة التى تفكر فى الاستثمار فيها ؛ يوضح الفصل السابع كيفية ومكان الحصول على هذه المعلومات فى الحال . بينما يبين لك الفصل الثامن كيفية استخدام التدفقات النقدية المخصومة لتقييم أسهم الشركات مثل : مجموعة سيتى جروب ، وميريل لينش ، وبيركشاير هاثواى .

إذن لنبدأ ! إذا توقفت عند أحد المصطلحات غير المألوفة لك أو أحد المفاهيم التى من الصعب عليك فهمها ، فعليك إما أن تعيد قراءة الجزء الخاص بها ، أو ترجع إلى قاموس المفردات . لقد حان الوقت لتتعلم كيفية تقييم أى سهم .

ملاحظات

١. " جيرمى جيه . سيجل " ؛ كتاب " Stock for the Long Run " ؛ نيويورك ، طبعة ١٩٩٨ ، الصفحات ١٣ ، ٧٩ ـ ٨٠ .

٢. سيجل ، الصفحات ١٥٣ ـ ١٥٤ .

٣. ١٠٠دولار × ١,١٠ = ١١٠دولارًا × ١,١٠ = ١٢١ دولارًا ، ١٠٠دولار × ١,١٣ = ١١٣دولار × ١,١٣ = ١٢٧,٦٩ دولارًا .

٤. أظهر انهيار شركة " لونج تيرم كابيتال مانجمنت " أنه لا توجد استراتيجية استثمار متعادلة المخاطر تمامًا .

٥. لمزيد من الشرح لأساليب التقييم القائمة على التحليل الأساسي التي تم تناولها في هذا القسم ، انظر كتاب : " أسواث داموداران " Investment Valuation إصدار دار نشر جون ويلي آند سونز ، نيويورك (١٩٩٦) . وأيضًا كتاب " توم كيبلاند " ، و " تيم كولر " ، و " جاك مورين " المعنون : Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies إصدار دار نشر جون ويلي آند سونز ، نيويورك (١٩٩٦) .

٦. قام " سيجل " بوصف اختبارات نظرية السوق الكفء وتحركات أسعار الأسهم بكثير من التفصيل .

٧. الكاتبة " جورجيت جايسن " في عمود " إنفستمنت دارتبورد " بصحيفة وول ستريت جورنال عدد ١٢ سبتمبر ٢٠٠٢ .

الفصل ٤

كيفية تقييم الأسهم

بعض التعريفات المتعلقة بالتدفقات النقدية

يعتقد العديد من أعضاء مجالس إدارة الشركات والمديرون التنفيذيون والمتخصصون فى علوم الاقتصاد (بما فيهم مؤلفو هذا الكتاب) أن الأولوية رقم واحد فى أى نشاط تجارى هى تحقيق أموال لحملة الأسهم ، وأن الأرباح الأكثر مفضلة على الأرباح الأقل .

يجب أن يكون الهدف من الإدارة إسعاد حملة الأسهم من خلال بيع منتجات وخدمات حقيقية وتحقيق أرباح حقيقية نقدية ، وليس من خلال تلفيق إيرادات مزيفة وهمية كتلك التى حدثت عندما قامت شركتى كويست ، وجلوبال كروسينج بعملية مبادلة للكابلات ، وليس من خلال الإعلان عن أرباح خيالية كتلك التى حققتها شركة إنرون من عمليات صورية . وليس من خلال استخدام عمليات محاسبية مبالغ فيها أو مزيفة لدفع ودعم أسعار الأسهم بصورة زائفة . والقيام بعمل منح من الأسهم كما فعلت شركة كمبيوتر أسوشيتس !

إذا نجحت الإدارة فى مهمتها وقامت بخلق نشاط مربح ومُدار بطريقة جيدة ، فإن سعر سهم الشركة يجب أن يرتفع ، ويجب أن تكافأ الإدارة عندئذٍ بشكل مناسب . سوف يصبح المديرون الذين كان أداؤهم ضعيفًا مستشارين ، وسوف يتركون الشركة بهدوء . وإذا حاول المديرون إثراء أنفسهم على حساب ضرر الدائنين وحملة الأسهم من خلال التلاعب بالقواعد وخرق القوانين ، فإنه يجب أن ينتهى بهم المطاف فى السجون .

دخل التشغيل ، ومصروفات التشغيل ، وصافى ربح التشغيل

كيف تحقق المؤسسة أرباحًا ؟ إنها تقوم بتطوير وتشغيل خطوط إنتاج ، وتقوم بتصنيع المنتجات أو تقديم الخدمات ، ثم تقوم بتحقيق إيرادات من خلال بيع منتجاتها وخدماتها لطرف آخر . وحين تقوم الشركة بتحقيق إيرادات فإنها تتحمل مصرفات تشغيل مثل تكاليف البضاعة المباعة (والتى تتضمن تكاليف إهلاك لمصروفات المصنع والمعدات) ومصروفات مبيعات ومصروفات عامة وإدارية وتكاليف بحث وتطوير .

مصروفات التشغيل = تكاليف البضاعة المباعة + مصروفات مبيعات ومصروفات عامة وإدارية + مصروفات البحث والتطوير

ويأمل حملة الأسهم أن تكون إيرادات الشركة أكبر من المصروفات المرتبطة بالمصروفات التى حققت هذه الإيرادات . ويطلق على الفرق بين إيرادات تشغيل إحدى الشركات ومصروفات التشغيل الدخل من التشغيل أو صافى دخل التشغيل .

صافى دخل التشغيل = إيرادات التشغيل – مصروفات التشغيل

كيف يمكن قياس صافى ربح التشغيل ؟ إنه الدخل الذى يتم تحقيقه من العمليات المستمرة للشركة ، ومن المفترض أنه يعكس القدرة على تحقيق إيرادات فى المستقبل ، ومطلوبات أو احتياجات المصروفات لأنشطة التشغيل التى تمثل العمليات المستمرة للشركة . ويعتبر صافى ربح التشغيل هو الدخل الذى تحققه الشركة من عملياتها المستمرة دون الأخذ فى الحسبان مدفوعات الضرائب على دخل العوائد الخاصة بالشركة

ومدفوعات الفائدة على إصدارات المديونية الخاصة بالشركة ، أو المدفوعات الصادرة فى شكل توزيعات أرباح على الأسهم الميزة . وبالنسبة لشركات التصنيع والتكنولوجيا ، لا يحتسب الدخل القادم من الفوائد والدخل القادم من الاستثمار والأرباح أو الخسائر غير العادية والدخل من العمليات غير المستمرة ضمن صافى ربح التشغيل .

عند تقييم أحد الأسهم ، يهتم المستثمرون جدًا بالإيرادات ومصروفات التشغيل وصافى أرباح التشغيل . ويعد هامش صافى ربح التشغيل مقياسًا مهمًا للتدفقات النقدية ، والذى يساعد فى قياس وتقدير ربحية الشركة المستمرة من التشغيل . والمعادلة الخاصة بهامش صافى ربح التشغيل هى :

هامش صافى ربح التشغيل = صافى ربح التشغيل ÷ الإيرادات

وكمثال ، دعنا نلقِ نظرة على الإيرادات والمصروفات ودخل التشغيل الخاصة بمؤسسة ميكروسوفت . تعتبر هذه الشركة اللاعب المهيمن فى سوق البرامج للحاسبات الشخصية . وتزود أنظمة التشغيل الخاصة بالشركة والتى تشمل نظام التشغيل DOS وكل برامج النوافذ ما يزيد عن ٨٥٪ من الأجهزة المستخدمة حاليًا . وتقوم الشركة أيضًا بتطوير وتسويق التطبيقات الأكثر مبيعاً فى العالم ـ ومنها : مجموعة برامج MS Office والذى يشمل برنامج معالجة الكلمات Word Processing ، وبرنامج الحسابات Excel وبرنامج Power Point فى الرسومات وبرنامج Outlook فى الاتصالات . وتعتبر الشركة أيضًا أكبر مورد للخدمات والبرامج لشبكة الإنترنت من خلال برنامجها Explorer والذى يحتل المركز رقم واحد على مستوى البرامج المتصفحة لشبكة الإنترنت . فى عام ٢٠٠٢ كانت الحصة السوقية لشركة ميكروسوفت هى أكبر حصة لأى من الشركات فى العالم .

لقد قمنا بطباعة بيان الدخل المجمع لعام ٢٠٠٢ فى الرسم (٤ ـ ١) وهو مأخوذ من موقع شركة ميكروسوفت . وسوف نقوم بالتركيز بصفة أساسية على القيود الخاصة بإيرادات ميكروسوفت ، وإجمالى مصروفات التشغيل والدخل من التشغيل .

باستخدام هذه التقسيمات ، سوف نقسم الدخل السنوى من التشغيل لشركة ميكروسوفت وفقًا لصافى الإيرادات (دخل التشغيل ÷ صافى الإيرادات) ومن هذه العملية تعرف أن صافى هامش ربح التشغيل لشركة ميكروسوفت كان يساوى ٤٧,٩٪ ، ٤٦,٣٪ ، ٤٢,٠٠٪ خلال السنوات من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٢ على الترتيب ـ بمتوسط قدره ٤٥,٤٪ خلال تلك الفترة . رأينا أيضا أن صافى الإيرادات قد ازداد من ٢٢٩٥٦ مليون دولار إلى ٢٥٢٩٦ مليون دولار ثم إلى ٢٨٣٦٥ مليون دولار ، وهو ما يمثل نمو دخل بمقدار ١٠,٢٪ فى عام ٢٠٠١ ، ١٢,١٪ فى عام ٢٠٠٢ . أى أن معدلات نمو الشركة كانت أعلى من التسعينات . ولا تزال هذه المعدلات الخاصة بهامش صافى ربح التشغيل ومعدلات النمو مذهلة ومميزة لمثل هذه الشركة الكبيرة . فى الحقيقة تميل معدلات النمو وهامش صافى ربح التشغيل إلى الانخفاض بمرور الوقت ويحدث هذا عادة مع نمو الشركة والمنافسة التى تأكل وتقلل من هوامش ربح التشغيل . وللأسف ، فإن معدلات النمو وصافى ربح التشغيل المتقلصة لا تكون فى صالح قيمة الأسهم . وفى الفصل الخامس ، سوف نوضح لك كيفية استخدام هذه النسب لأغراض التقييم ، وكذلك مقاييس التدفقات النقدية المأخوذة من ميزانية الشركة وقوائم التدفقات النقدية .

الأرقام بالمليون ، فيما عدا العوائد لكل سهم

العام المنتهي في ٣٠ يونيه	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢
الإيرادات	٢٢٩٥٦ دولار	٢٥٢٩٦ دولار	٢٨٣٦٥ دولار
مصروفات التشغيل :			
تكلفة الإيرادات	٣٠٠٢	٣٤٥٥	٥,١٩١
بحث وتطوير	٣٧٧٢	٤٣٧٩	٤٣٠٧
مبيعات وتسويق	٤١٢٦	٤٨٨٥	٥٤٠٧
عامة وإدارية	١٠٥٠	٨٥٧	١٥٥٠
إجمالي مصروفات التشغيل	١١٩٥٠	١٣٥٧٦	١٦٤٥٥
دخل التشغيل	١١٠٠٦	١١٧٢٠	١١٩١٠
خسائر في استثمارات الأسهم وأخرى	(٥٧)	(١٥٩)	(٩٢)
دخل أو (خسارة) من الاستثمار	٣٣٢٦	(٣٦)	(٣٠٥)
الدخل قبل خصم الضريبة	١٤٢٧٥	١١٥٢٥	١١٥١٣
مخصصات ضرائب الدخل	٤٨٥٤	٣٨٠٤	٣٦٨٤
الدخل قبل التعديلات المحاسبية	٩٤٢١	٧٧٢١	٧٨٢٩
الأثر التراكمي للتعديلات المحاسبية			
(صافي ضرائب الدخل ١٨٥ دولارًا)	-	(٣٧٥)	-
صافي الدخل	٩٤٢١ دولار	٧٣٤٦ دولار	٧٨٢٩ دولار
العوائد الأساسية لكل سهم :			
قبل التعديلات المحاسبية	١,٨١ دولار	١,٤٥ دولار	١,٤٥ دولار
التأثير المجمع للتعديلات المحاسبية	-	(٠,٠٧)	-
	١,٨١ دولار	١,٣٨ دولار	١,٤٥ دولار
العوائد الخاصة بكل سهم (مخففة)			
قبل التعديلات المحاسبية	١,٧٠ دولار	١,٣٨ دولار	١,٤١ دولار
التأثير المجمع للتعديلات المحاسبية	-	(٠,٠٦)	-
	١,٧٠دولار	١,٣٢ دولار	١,٤١ دولار
المتوسط المرجح للأسهم المتداولة :			
أساسي	٥١٨٩	٥٣٤١	٥٤٠٦
مخفف	٥٥٣٦	٥٥٥٣	٥٥٧٤

الرسم ٤ـ١ قائمة دخل شركة ميكروسوفت لعام ٢٠٠٢

التدفقات النقدية الحرة للشركة

لكى تحقق الشركة إيرادات ؛ لا يجب عليها فقط تحمل مصروفات تشغيل ، بل يجب عليها أيضًا استثمار أموال فى عقارات ومبان ومعدات ، وفى رأس المال العامل لدعم أنشطتها التجارية . وقد يكون الاستثمار الجديد للشركة واستثمارها السنوى فى المصانع والمتلكات والعقارات والمعدات كبيرًا جدًا ويمثل تدفقات خارجية كبيرة للشركة . مثال : فى أواخر التسعينات ، قامت شركة ماكدونالدز باستثمار حوالى ٢٠٪ من إجمالى إيراداتها السنوية للتوسع فى عدد من مطاعمها ، وعمل التجديدات ، وتوفير المصروفات التى يتطلبها نشاط الوجبات السريعة . لقد كانت تدفقات نقدية خارجية كبيرة . وجزء فى تلك المصروفات الرأسمالية يطلق عليه خصم الإهلاك ، والذى تحصل عليه إحدى الشركات حين تقوم سنويًا بتحديد مصروفاتها الأساسية لأغراض الضرائب . ويعتبر الإهلاك مصروفًا غير نقدى وليس تدفقات نقدية خارجة . ويتمثل صافى الاستثمار الذى تخصصه الشركة لدعم عملياتها فى صورة :

صافى الاستثمار = الاستثمار الجديد – الإهلاك

ويتمثل رأس المال العامل فى استثمار الشركة فى حسابات القبض بالإضافة إلى المخزون (وكلاهما تدفقات نقدية خارجة) مطروحاً منها حسابات أوراق الدفع (تدفقات نقدية داخلة) .

راس المال العامل = (حساب اوراق القبض + المخزون) - (حساب اوراق الدفع)

ويعد صافى التغير فى رأس المال العامل هو التغير السنوى المطلوب لدعم الإيرادات والعمليات المتزايدة للشركة .

يجب أن تدفع المؤسسة ضريبة دخل ، وهو ما يمثل تدفقًا نقديًا خارجيًا آخر على عوائدها وأرباحها . من الرسم (٤ ــ ١) ، نرى أن شركة ميكروسوفت كان لديها مخصصات قدرها ٣٦٨٤ مليون دولار تحت بند ضرائب دخل عن عام ٢٠٠٢ ، والتى عندما يتم قسمتها على دخل

الشركة قبل ضرائب الدخل والذى يقدر بـ ١١٥١٣ مليون دولار يساوى معدل ضريبة قدره ٣٢٪ .

تمثل النفقات الرأسمالية ورأس المال العامل ومدفوعات ضريبة الدخل تدفقات نقدية خارجة حقيقية من الشركة ـ وهى أموال كسبتها الشركة بصعوبة تخرج أو تتدفق خارج الشركة ، ولا تكون متوافرة لكى تدفع للناس الطيبين ـ حملة الأسهم .

كيف نقوم بجمع أو ضم هذه المقاييس للتدفقات النقدية معًا للحصول على قيمة أحد الأسهم ؟ نحن نستخدم تدفقات نقدية حرة مخصومة لحساب القيمة الحقيقية لسهم الشركة . ويعرف الرقم الناتج من تعديل مقياس العوائد المرتبط بصافى ربح التشغيل بالنسبة للتدفقات النقدية الفعلية للضرائب ، وصافى الاستثمار فى الأصول طويلة الأجل وصافى التغير فى رأس المال العامل يعرف كل هذا بالتدفقات النقدية الحرة للشركة .

وتعتبر التدفقات النقدية الحرة للشركة مقياسًا مهمًا لحملة الأسهم . إنها تمثل المبالغ المتبقية بعد سداد المصروفات النقدية كافة واستثمارات التشغيل التى تطلبها الشركة . وهى المبالغ الفعلية المتاحة لسداد المطالبات المتعددة على الشركة ، وخاصة تجاه حملة الأسهم . وتستخدم هذه المعادلة لحساب التدفقات النقدية الحرة السنوية للشركة .

التدفقات النقدية الحرة للشركة = صافى ربح التشغيل ـ الضرائب ـ الاستثمار الصافى ـ صافى التغير فى راس المال العامل

ويعتبر التحديد المحاسبى للعوائد والأرباح مفيداً لأغراض المحاسبة ، ولكن من وجهة نظر تتعلق بتقييم الأسهم ، يجب على حملة الأسهم أن يكونوا أكثر اهتمامًا بمقدار التدفقات النقدية الحرة للشركة .

كيف تؤثر جميع هذه التدفقات النقدية فى قيمة أحد الأسهم ؟ يمكن اختصار الإجابة فيما يلى : فى أى استثمار ، تخلق المؤسسة قيمة إضافية لحملة الأسهم فقط عندما تحقق عائدًا ، وذلك بعد خصم جميع تعديلات صافى التدفقات النقدية ، بحيث يتجاوز هذا العائد المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للمؤسسة . ويحدث هذا فقط عندما يحقق الاستثمار تدفقات نقدية حرة إضافية للشركة .

لقد ذكرنا أن قيمة أى استثمار (وليس السعر بالضرورة) تساوى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة والتى يخصم منها نسبة معينة مقابل المخاطر والوقت ؛ لذلك لا تحدد قيمة إحدى الشركات من خلال الأداء التاريخى ، أو حتى من خلال الأداء الحالى . بل تتحدد قيمة الشركة من خلال اعتقاد المستثمرين فيما يتعلق بالأداء المستقبلى لها . من الصعب التنبؤ بالأداء المستقبلى - وخاصة عندما تضع أموالك التى كسبتها بمشقة هدفًا لتوقعاتك - ولكن هناك طرق مُجربة ومعتمد عليها لتقدير النمو ، وهذه الطرق يستخدمها المحللون والمستثمرون الأذكياء لأغراض التقييم . سوف نتحدث عن هذه الأشياء فيما بعد ، وسوف نقدم بعض النصائح الخاصة بكيفية عمل افتراضات سليمة - افتراضات نكون مستعدين لوضع أموالنا هدفًا لها !

أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة

يستخدم هذا الكتاب أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة لتقييم المؤسسة ويبنى هذا الأسلوب على افتراضين . أولها : هو أن الشركة سوف تحتفظ بهيكل دائم نسبيا من رأس المال ، وثانيها : هو أن إدارة الشركة سوف تعمل لصالح الملاك ، وهو افتراض خاطئ أحيانًا ، أخذًا فى الاعتبار حالات الاستغلال التى قام بها " جون ريجاس " من شركة أدلفيا ، و" آندرو فاستو " من شركة إنرون لتعظيم قيمة حيازة حملة الأسهم .

يتضمن الافتراض الأول أن الشركة سوف يكون لديها نسبة ثابتة من الديون والأسهم المميزة والأسهم العادية فى حصتها السوقية . ويؤثر هذا الافتراض فى حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بمرور الوقت . ومع زيادة الحصة السوقية للشركة فإن مقدار الدين والأسهم المميزة والأسهم العادية يجب أن يزداد بنسبة مماثلة . ويتضمن الافتراض الثانى أن التدفقات النقدية التى تحصل عليها الشركة سوف يعاد استثمارها فقط فى مشروعات تجارية مربحة ، وإلا سوف تدفع على صورة أرباح لحملة الأسهم . يعنى مصطلح " يعاد استثماره فى مشروعات تجارية مربحة " أن هذه المشروعات سوف تخلق تدفقات نقدية حرة إضافية للشركة ، وبالتالى

سوف تحقق معدل عائد أعلى من المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة ، وسوف تزيد من قيمة الأسهم .

ماذا يعنى هذا الافتراض لأية مؤسسة ؟ إذا كان المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة ميكروسوفت بنسبة ١٠٪ ؛ فإن الشركة يجب عليها ألا تستثمر فى مشروعات تحقق عائد متوقع أقل من ١٠٪ ، وإلا كان على الشركة أن تقوم بتوزيع تدفقاتها النقدية الحرة على حملة الأسهم . من السهل إيجاد استثمارات ومشروعات بمعدل عائد أعلى فى قطاعات النمو مثل أجهزة الكمبيوتر وصناعات الأدوية وتكنولوجيا المعلومات بخلاف القطاعات الاقتصادية العادية . وهذا هو السبب فى أن الشركات ذات النمو المرتفع والتكنولوجيا العالية مثل ميكروسوفت أو إنتل تقوم باستثمار تدفقاتها النقدية الحرة فى مشروعات أو عمليات استحواذ . من الصعب العثور على مشروعات ذات معدلات عوائد مرتفعة فى صناعات ناضجة منخفضة النمو مثل الصناعات المصرفية والقطاعات الصناعية وقطاعات المرافق .

التدفقات النقدية الحرة ـ برامج إعادة شراء الأسهم مقابل توزيعات الأرباح

إذا لم تكن هناك فرص استثمار مربحة متوافرة ، فيجب على الشركة إعادة تدفقاتها النقدية الحرة لحملة الأسهم . يمكن توزيع التدفقات النقدية الحرة على حملة السهم فى شكل توزيعات وهى مدفوعات خاضعة للضرائب أو من خلال قيام المؤسسة بإعادة شراء الأسهم فى السوق المفتوح . وحاليًا تعتبر عمليات إعادة شراء الأسهم هى ما تفضله العديد من المؤسسات لتوزيع التدفقات النقدية الحرة . على سبيل المثال : تستخدم شركة ميكروسوفت التدفقات النقدية لإعادة شراء ما يزيد قيمته عن ٦ مليار دولار من الأسهم خلال عامها المالى المنتهى فى ٣٠ يونيه ٢٠٠٢. ويعد هذا مبلغاً كبيرًا أكبر من المبالغ التى تحققها العديد من المؤسسات الأخرى سنوياً .

هل تعتمد قيمة السهم على سياسة التوزيعات ؟ كلا ! لقد كتب الدكتور " ميرتون إتش . ميلر " ، والدكتور " فرانكو مودجليانى " ـ وهما اثنان من الحائزين على جائزة نوبل فى علم الاقتصاد ـ كثيرا عن هيكل رأس مال الشركات وسياسة التوزيعات . فى مقالهما عام ١٩٦١ والمعنون :

" سياسة التوزيعات والنمو وتقييم الأسهم " فى جريدة ذا جورنال أوف بيزنيس ، أثبتا أن سياسة التوزيعات فى الشركة يجب ألا تؤثر على القيمة الحالية للسهم . ومع ذلك ، تؤثر سياسة التوزيعات بدرجة كبيرة فى القيمة المستقبلية المتوقعة للسهم .

فيما يلى أحد الأمثلة التى توضح العلاقة بين سياسة التوزيعات وسعر السهم . لنفترض أن شركة ما - وسنطلق عليها اسم الشركة (س) - لديها قاعدة رأس مال مستقرة قدرها ١ مليار دولار وممولة فقط من الأسهم ، ولها أسهم متداولة قدرها ١٠٠ مليون سهم . وهى تعمل فى صناعة تنافسية تساوى فيها تكلفة رأس المال من الأسهم ١٠٪ ويبلغ حجم العائد بعد خصم الضرائب على الاستثمارات الجديدة هو أيضا ١٠٪ . لنفترض أن هذه الشركة تكسب ١٠٠ مليون دولار سنويًا بعد خصم الضرائب والاستثمار الصافى ، وتقوم بتوزيع عوائدها كافة على المساهمين فى شكل توزيعات أرباح . اعتمادًا على تكلفة رأس المال ، فإن عمليات هذه الشركة تدعم حصة سوقية من الأسهم قدرها = [١٠٠ مليون دولار ÷ (٠,١٠)] = ١ مليار دولار أو ١٠ دولار للسهم على أساس عدد أسهم متداولة قدرها ١٠٠ مليون سهم . وتتوقع الشركة فى المستقبل تحقيق ١٠٠ مليون دولار سنويًا بعد خصم الضرائب ، وسوف تقوم بدفع كافة عوائدها للمساهمين فى شكل توزيعات أرباح . إذا ظل العائد المطلوب عند ١٠٪ ، فإن الشركة سوف يكون لديها ١ مليار دولار - ١٠ دولارات للسهم - قيمة سوقية دائمة للسهم . يبين الجدول (٤ - ١) كيفية أداء سهم الشركة المذكورة بمرور الوقت .

يحصل المساهمون فى هذه الشركة على ١٠٠ مليون دولار سنويًا فى شكل توزيعات ، وهو ما يساوى ١ دولار لكل سهم من الأسهم المتداولة ، أى ١٠٪ عائد على حصة الشركة من الأسهم فى السوق وقدرها ١ مليار دولار ، يظل سعر السهم ثابتًا عند ١٠ دولارات للسهم ؛ لأن المساهمين يحصلون على نسبة الـ ١٠٪ المطلوبة فى شكل توزيعات بمقدار ١ دولار لكل سهم . ويشبه الأداء المفترض لهذه الشركة الأداء الفعلى لإحدى شركات الكهرباء فى سوق الأسهم .

الجدول (٤ ـ ١) سعر سهم الشركة (س)

توزيعات قدرها ١٠٠٪						
السنة	الحصة السوقية من الأسهم	العوائد	العائد المطلوب	التوزيعات	صافى الاستثمار	سعر السهم
١	١ مليار دولار	١٠٠مليون دولار	١٠٪	١٠٠مليون دولار	صفر	١٠ دولارات
٢	١ مليار دولار	١٠٠مليون دولار	١٠٪	١٠٠مليون دولار	صفر	١٠ دولارات
٣	١ مليار دولار	١٠٠مليون دولار	١٠٪	١٠٠مليون دولار	صفر	١٠ دولارات

إحدى الشركات المماثلة للشركة فى المثال السابق ـ تُعرف بالشركة (ص) ، وهى تعمل فى نفس الصناعة ، ولديها نفس العوائد السنوية بعد خصم الضرائب وقدرها ١٠٠ مليون دولار . والشركة (ص) ممولة بالكامل من الأسهم ، ولديها ١٠٠ مليون سهم متداول ، ولديها نفس العائد بعد الضرائب على الاستثمارات الجديدة وقدره ١٠٪ ، وبدلاً من أن تقوم الشركة بعمل توزيعات أرباح على المساهمين ، تعيد الشركة استثمار عوائدها كافة فى النشاط ، وتحقق عائدًا على استثماراتها الجديدة قدره ١٠٪ سنويا . لذلك ازدادت عوائد الشركة من ١٠٠ مليون دولار فى العام الأول إلى ١١٠ مليون دولار فى العام الثانى ثم بلغت ١٢١ مليون دولار فى العام الثالث . على أساس تكلفة رأس المال من الأسهم قدره ١٠٪ ، فإن الحصة السوقية من الأسهم التى يمكن للشركة تدعيمها تزداد من ١ مليار دولار (تساوى ١٠ دولارات للسهم) فى العام الأول إلى [١١٠ مليون دولار ÷ (٠,١٠)] = ١,١ مليار دولار (تساوى ١١ مليار دولار للسهم) ، وفى العام الثانى إلى [١٢١ ÷ (٠,١٠)] = ١,٢١ مليار دولار (تساوى ١٢,١٠ دولار للسهم) فى العام الثالث . يحصل المساهمون فى الشركة (ص) على نسبة العائد وقدرها ١٠٪ الخاصة بهم من خلال الزيادة فى سهم الشركة . انظر الجدول (٤ ـ ٢) .

لا يحصل حملة الأسهم فى شركة (ص) على توزيعات حالية ، ولكنهم يتوقعون الحصول على زيادة فى سعر السهم حيث تعيد الشركة استثمار عوائدها فى مشروعات استثمارية تحقق عائدًا قدره ١٠٪ سنويًا .

تساوى أسهم كل من الشركتين ١٠ دولارات للسهم اليوم ـ وهذا هو السعر فى العام الأول . لا تعتمد الأسعار الحالية للأسهم على سياسات التوزيعات المرتبطة بالأسهم . إن الذى تغير هو اتجاه سعر أسهم الشركتين فى المستقبل : ١٠ دولار للسهم للشركة الأولى (س) لأنها تدفع عوائدها التى تقدر بـ ١٠٪ لحملة الأسهم فى شكل توزيعات أرباح ، وزيادة متوقعة قدرها ١٠٪ سنويًا فى سعر سهم الشركة الثانية (ص) لأن عوائدها يعاد استثمارها بعائد قدره ١٠٪ سنويًا بعد خصم الضريبة .

الجدول ٤ ـ ٢ سعر سهم الشركة (ص)

لا توجد توزيعات أرباح						
السنة	الحصة السوقية	العوائد	العائد المطلوب	التوزيعات	الاستثمار الصافى	سعر السهم
١	١ مليار دولار	١٠٠مليون دولار	١٠٪	صفر	١٠٠مليون دولار	١٠,٠٠ دولارات
٢	١,١ مليار دولار	١٠٠مليون دولار	١٠٪	صفر	١١٠مليون دولار	١١,٠٠ دولاراً
٣	١,٢١مليار دولار	١٠٠مليون دولار	١٠٪	صفر	١٢١مليون دولار	١٢,١٠ دولاراً

هذا التفسير الخاص بثبات التوزيعات لـ " مودجليانى " ، و" ميلر " يبين أن سعر السهم منفصل عن سياسة توزيعات الأرباح للشركة .

والآن لدينا سؤال صعب لمناقشته ، وهو : إذا كانت الإدارة تؤمن بأن أسهمها مغالى فى سعرها بدرجة كبيرة ، هل يجب على الشركة أن تعيد شراء أسهمها ؟ قطعًا لا ! إن شراء الشركة لأسهمها المغالى فى سعرها فى السوق المفتوح يضر بمن سيحتفظون بالأسهم حيث يعمل على نقل الثروة من الشركة إلى حملة الأسهم الذين يقومون ببيع أسهمهم . إذا لم يكن لدى الشركة فرص تستثمر فيها التدفقات النقدية الحرة ، ولم تكن ترغب فى القيام بعمل توزيعات أرباح أو زيادتها ، فالبديل الأفضل هو أن تستثمر الأموال الزائدة مؤقتًا فى استثمارات آمنة ـ حتى ولو كان الاستثمار يقدم معدل عائد أقل من تكلفة رأس مال الشركة . ولقد واجهت شركات

ميكروسوفت ، وإنتل ، وسيسكو مثل هذه المحنة ، وقامت باستثمار تدفقات نقدية حرة فى أوراق مالية قصيرة الأجل عالية التصنيف .

من الذى يحدد ما إذا كان سهم الشركة مسعرًا بأعلى من سعره ؟ من النادر أن تسمع المدير التنفيذى أو أحد المديرين الماليين يشتكى من أن سهم شركته مقيّم بأعلى من قيمته . عندما تسمع مثل هذا الضمون ، يجب أن تدرك أن عليك البيع . فى ٢٣ سبتمبر عام ١٩٩٩، وفى مؤتمر للكتاب التجاريين فى مدينة سياتل ، صرح " ستيف بولمر " رئيس شركة ميكروسوفت قائلاً : " هناك مبالغة فى تقييم أسهم شركات التكنولوجيا ، وانه لشىء سخيف . وأنا أضع سهم شركتنا ضمن هذه المجموعة ". فى ذلك الوقت ، كانت شركة ميكروسوفت يتم التعامل عليها بواقع ٩٦ دولارًا لكل سهم . وعلى أساس عدد الأسهم المتداولة وقدرها ٥,٢ مليار سهم ، فإن حصتها السوقية من الأسهم كانت تبلغ ٥٠٠ مليار دولار . وقد أدت تعليقات السيد " بولمر " إلى انخفاض قدره ١٠٨,٣٣ نقطة فى مؤشر ناسداك ليصل إلى ٢٧٤٩٨,٨٣ بانخفاض قدره ٣,٧٩٪ فى ذلك اليوم . وقد صعد مؤشر ناسداك إلى ارتفاع حوالى ٥٢٠٠ نقطة فى مارس ٢٠٠٠ وكان سعر سهم شركة ميكروسوفت فى نهاية عام ٢٠٠٢ عند ٥١,٧٠ دولارًا للسهم . كان السيد " بولمر " على حق . ولو أننا أنصتنا إلى تعليقاته ، لكنا قد استطعنا أن نتجنب الكثير من المتاعب .

من النادر بالطبع أن نسمع أحد المديرين التنفيذيين يتحدث عن شركته بهذه الصورة ، ولكن السيد " بولمر " كان يعلم أن شركة ميكروسوفت بعوائدها البالغة ٢٢٠ مليار دولار فى عام ٢٠٠٠ ورأس مالها العامل البالغ ١١ مليار دولار لا تستطيع بأية حال أن تدعم حصة الشركة السوقية بـ ٤٥ مرة وما يفوق مبيعاتها بـ ٢٢,٧ . ونحن نشك فى مقدرة " جيف سكيلينج " مدير شركة " إنرون " أو " بيرنى إيبرز " مدير شركة وورلد كوم على إعطاء المستثمرين مثل هذه النصيحة الصادقة فيما يتعلق بأسهم شركتيهما مهما كانت أسعارها مبالغًا فيها .

لنفترض أن إدارة الشركة لا تؤمن بأن سهم الشركة مبالغ فيه . والأكثر من ذلك أن معظم الإدارات تعتقد أن سهم الشركة رخيص للغاية . وفقًا لبرامج إعادة الشراء ، تقوم الشركات بشراء أسهمها فى السوق المفتوح

وتقلل من عدد الأسهم المتداولة . وتفيد عمليات إعادة شراء الأسهم حملة الأسهم من خلال تقليل المعروض من الأسهم المتداولة وزيادة سعر السهم .

ويفضل بعض المستثمرين شراء سهم إحدى الشركات التى تدفع تدفقات نقدية حرة من خلال أحد برامج إعادة شراء الأسهم . ويتوقع هؤلاء المستثمرون رؤية سعر أحد الأسهم ينمو باستمرار بمرور الوقت كما حدث مع المثال الافتراضى للشركة (ص) بدلاً من الحصول على توزيعات أرباح ربع سنوية . ويجد المستثمرون فى شرائح ضريبية مرتفعة أنه من المؤلم أن يدفعوا ضرائب على التوزيعات التى يحصلون عليها . أيضًا إذا لم يكن المستثمرون فى حاجة حاليًا إلى التوزيعات لأغراض الإنفاق ، فإنهم يضطرون إلى تحديد الجهة التى يريدون إعادة استثمار هذه التوزيعات فيها ويتحملون تكاليف عمليات إضافية نتيجة القيام بذلك . يمكنهم تحديد الوقت الذى يبيعون فيه أسهمهم ، ثم يدفعون الضرائب بمعدلات ضريبة منخفضة على الأرباح الرأسمالية طويلة الأجل . تعطى برامج إعادة شراء الأسهم المستثمرين الفرصة لتقليل مدفوعات الضرائب ، فى حين تسمح للمؤسسة بالاحتفاظ بفلسفة أو بسياسة دفع تدفقات نقدية حرة زائدة .

قد يشترى مستثمرون حصص أسهم فى إحدى شركات المرافق ـ مثل : شركة أديسون ـ أو شركة معينة مثل الشركة (س) التى افترضناها ـ من أجل تدفقات التوزيعات التى تقوم بها مع إمكانية نمو التوزيعات . وتؤدى سياسة إعادة شراء الأسهم والتوزيعات المختلفة إلى وجود تنوع أمام العملاء ؛ مما يتيح لهم اختيار الأسلوب الملائم . ويقوم المتقاعدون والمستثمرون الآخرون المهتمون بالعوائد الفورية بشراء أسهم شركات تقدم تدفقاتها النقدية الحرة من خلال توزيعات الأرباح . وعلى العكس ، يظهر المستثمرون المعنيون أكثر بتعظيم قيمة أسهمهم ميلهم إلى الشركات التى تقوم بعمل توزيعات قليلة ، أو لا تقدم توزيعات على الإطلاق حيث تقوم بتوزيع تدفقاتها النقدية الحرة من خلال برامج إعادة شراء الأسهم .

التدفقات النقدية الحرة ـ قرار الاستثمار الخاص بالمؤسسة

تعد قاعدة الاستثمار التى يعتمد عليها أسلوب التدفقات النقدية الحرة بسيطة : استثمر فى أحد المشروعات أو الأنشطة التجارية فقط إذا كان المشروع يحقق تدفقات نقدية حرة إضافية للشركة . سوف ينتج عن هذا

الاستثمار زيادة فى قيمة الأسهم . يجب أن تتعهد الشركة بالقيام بمشروعات تزيد من التدفقات النقدية الحرة للشركة . إذا كان المشروع سيقلل من التدفقات النقدية الحرة المخصومة للشركة ، فإن النتيجة سوف تكون انخفاضًا فى قيمة الأسهم . وبدلاً من الاستثمار فى أحد المشروعات التى قد تقلل من قيمة الأسهم ، ينبغى أن تدفع الشركة الأموال للمستثمرين من خلال عمليات إعادة شراء الأسهم أو مدفوعات فى شكل توزيعات أرباح .

أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة ـ أين يعمل ؟

تمثل الأسهم التى ينطبق عليها أسلوب التقييم باستخدام التدفقات النقدية الحرة للشركة ٩٥٪ من الأسهم العادية التى يتم التعامل عليها فى أسواق الأسهم الأمريكية والعالمية . ومع ذلك ، عند تقييم الشركات ذات الرفعة المالية العالية (مثل : صناديق استثمار العقارات والمؤسسات المالية) ومع الشركات التى ليس لها تدفقات نقدية حرة جارية (مثل شركة إنترميد) وشركات المحافظ الاستثمارية (مثل : شركة إنترنت كابيتال جروب ، وبيركشاير هاثواى) فإن أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة يحتاج إلى بعض التعديلات الطفيفة .

من المتعارف عليه أن ميزانيات البنوك التجارية وبنوك الاستثمار تقوم على القيمة الدفترية ، وليس على القيمة السوقية بما يساوى ٩٠٪ تقريبًا إصدارات مديونية ، ١٠٪ أسهم أو حقوق ملكية . وسوف نناقش القيمة السوقية مقابل القيمة الدفترية فى الفصل السادس . تحتاج المؤسسات المالية أيضًا إلى استثمار قليل فى المبانى والمصانع والمعدات . ويتمثل الجزء الأكبر من استثماراتها فى التزامات مالية تشبه إلى حد كبير فى خصائصها استثمارات رأس المال العامل . وتعد ميزانيات الشركات المالية أكثر أهمية فى تقييمها من الميزانيات المالية للشركات الصناعية . ويعتبر الفائض فى الأصول الجارية ذا أهمية أكبر من الالتزامات الجارية ، وسوف نتعرض لهذا الموضوع بكثير من التفصيل عند تقييم أسهم شركتى سيتى جروب وميريل لينش فى الفصل الثامن .

يجب أن يتم عمل تعديلات بالنسبة للشركات التى لديها حاليًا القليل . أو ليس لديها تدفقات نقدية حرة أو الشركات التى تعانى من

صافى خسائر التشغيل . وتشمل هذه التعديلات التغير فى هامش صافى ربح التشغيل بمرور الوقت وتقدير احتمال الإيرادات المتوقعة الناتجة عن المنتجات عالية المخاطر التى تعتمد التدفقات النقدية لها على الموافقة التنظيمية للإنجازات العلمية فى المستقبل . عند تحديد قيمة أسهم بعض الشركات التى ليس لها تدفقات نقدية جارية ـ والتى يعتمد مستقبلها بدرجة كبيرة على المنتجات التى تنطوى على مخاطر ـ يفضل تناولها أو التعامل معها باستخدام أسلوب تسعير الخيارات والذى يقع بعيدًا عن مجال هذا الكتاب .

ومع هذا يمكننا أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة من تحديد الشركات بصورة جيدة فى معظم الأحيان ، وهو ما سوف نناقشه بالتفصيل فى الفصول التالية .

لماذا التدفقات النقدية المخصومة ، وليس العوائد الخاصة بالأسهم ؟

يركز العاملون فى وول ستريت غالبًا عى الرقم ربع السنوى للأرباح لكل سهم . كما تقوم شركات الاستثمار مثل : فيرست كول ، وزاكس ، والمحللون العاملون فى شركات السمسرة بتقييم الأرباح ربع السنوية . ويا له من مسكين سهم الشركة الذى لا يحقق أو يتجاوز هذه التقديرات .

مما لا شك فيه أنه فى حالة تساوى كل الأمور الأخرى ، فإننا نفضل أن تعدنا الشركة التى نملك أسهمًا فيها بالكثير من الأرباح والعوائد . ومع ذلك لا تتساوى كل الأمور الأخرى دائماً . عند قياس العوائد ، كثيرًا ما يكون هناك عجز فى الأرباح الخاصة بكل سهم . لماذا ؟ لأنه عند حساب الأرباح لكل سهم لا يتم الاهتمام بتوزيعات الأرباح أو بعامل الوقت بالنسبة للنقود . (تذكر المبدأ رقم ٧) . كذلك لا يوجه الاهتمام بعامل المخاطر (تذكر المبدأ رقم ١) ، كما لا يوجه أى اهتمام إلى الوقت الذى يتوقع فيه المستثمر الحصول على التدفقات النقدية . فى الحقيقة ، لا توجد عملية خصم على الإطلاق عند حساب أرباح أى سهم . (تذكر المبدأ رقم ١٠) . وتتجاهل توقعات الأرباح المتوقعة لكل سهم تماما المخاطر والوقت المرتبط بالعوائد التى تم التعامل معها فى تحليل التدفقات النقدية

المخصومة . كما أن توقعات الأرباح لا تتضمن توقعات الأداء المستقبلى للشركة .

ويفضل المحللون العمل وفقاً لنظام التدفقات النقدية المخصومة بدلاً من النسب المرتبطة بالأرباح لسببين إضافيين . أولاً : يمكن حساب العوائد بعدد من الوسائل والتى تتراوح بين استخدام أنواع مختلفة من الرقابة المحسابية على المخزون ، إلى استخدام أساليب مختلفة لحساب الإهلاك ، إلى وسائل عديدة للتعرف على الإيرادات . ثانيا : لا تتناول حسابات نسب الأرباح الاستثمارات فى الأصول الثابتة ورأس المال العامل الذى يعد ضروريًا لدعم نمو الشركة . إذا تطلب نمو الأرباح لكل سهم الكثير من الاستثمارات الإضافية ، فإن نمو الأرباح قد ينتج عنها بالفعل انخفاض فى التدفقات النقدية الحرة ، وانخفاض فى قيمة سهم الشركة .

قبل إصدار قانون ساربانز أوكسلى لسنة ٢٠٠٢ ، كانت العديد من المؤسسات تحدد نسب الأرباح الخاصة بكل سهم وتوقعات نمو الأرباح من خلال حيل محاسبية لتحقيق أو تجاوز التوقعات فى وول ستريت . وتعتبر الحيل المحاسبية اليومية وسائل غير مرغوب فيها ، ولكنها قانونية تستخدم لدعم وتعزيز قائمة الدخل . فقد قامت شركات الاتصالات بمبادلة الكابلات ، وسرعان ما قامت بتسجيل الفارق على هيئة دخل . لقد كان هذا عملا غير أخلاقى ، حتى وإن بدا شرعيًا أو قانونيًا . لقد عمل " آندرو فاستو " من وراء الستار ، واستخدم الحيل كافة لدفع أنشطة معينة لشركة إنرون لتكون خارج نطاق الميزانية لإخفاء الخسائر والديون . قد تكون بعض العمليات لشركة إنرون قانونية ، ولكن العديد منها كان مزيفًا . كما أدخلت شركة وورلد كوم مستوى جديدًا من الجرأة والتهور إلى نظم محاسبة الشركات عندما قامت بتسجيل ما يزيد عن ٩ مليار دولار مصروفات عادية على أنها مصروفات رأسمالية . ونحن نأمل أن تقوم هيئة الرقابة ، والإشراف ، والإدارات القانونية ، والنائب العام فى الولايات المختلفة بالسيطرة على الفضائح المحاسبية والعمليات الصورية وتحاكم المخالفين إلى أقصى حد يسمح به القانون . ففى ظل عدم وجود الأرقام المحاسبية التى يمكن الاعتماد عليها ، تكون عملية تقييم الأسهم عملية غير ذات قيمة .

أسلوب تقييم التدفقات النقدية الحرة المخصومة للشركة

العملية ذات المراحل الأربعة

يستخدم فى أسلوب التقييم للتدفقات النقدية الحرة المخصومة عملية ذات أربع خطوات لتقييم سهم الشركة . فى هذا القسم ، سوف نقوم بتقيم سهم شركة ميكروسوفت قبل إعلانها فى ١٦ يناير ٢٠٠٣ عن عملية تجزئة أسهمها بمعدل سهمين لكل سهم ليصبح ساريًا فى ٢٨ يناير . إذا تابعت معنا عن قرب سوف تعرف الأساسيات الخاصة بتقييم أى سهم .

الخطوة الأولى : تبدأ بحساب التدفقات النقدية المتوقعة : إن أول ما يتطلبه النشاط هو التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة للشركة . وهنا نستخدم الافتراضات المتعلقة بمعدل نمو الشركة ، وصافى هامش ربح التشغيل ، ومعدل الضريبة على الدخل ، والمتطلبات الثابتة للاستثمار ، ومتطلبات رأس المال العامل المتراكم . الأمر أسهل مما يبدو . فى الفصل الخامس ، سوف نقوم بوصف مدخلات هذه التدفقات النقدية وكيفية تقديرها بطريقة معقولة . تنقسم التدفقات النقدية المتوقعة إلى فترتين من الزمن : أولا ، فترة العائد الإضافى التى فيها تحقق الشركة تدفقات نقدية من عمليات التشغيل ، وثانيا ، فترة القيمة المتبقية - أى فترة الوقت التى تعقب فترة العائد الإضافى ، والتى تكون فيها الشركة غير قادرة على تحقيق وخلق تدفقات نقدية حرة إضافية .

الخطوة الثانية - تقدير المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال : حيث نقوم بعد ذلك بتقدير المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال . والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال هو معدل الخصم الذى نستخدمه فى عملية التقييم . سوف نوضح لك كيفية تقدير المتوسط الخاص بإحدى الشركات فى الفصل السادس .

الخطوة الثالثة - حساب قيمة المؤسسة : ثم نستخدم المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لخصم التدفقات النقدية المتوقعة خلال فترة العائد الإضافى للحصول على القيمة الكلية للتدفقات النقدية للشركة من العمليات . ونقوم بحساب القيمة المتبقية للشركة والتى عادة ما تمثل من ٦٠٪ إلى ٩٠٪ من القيمة الكلية للشركة ، وذلك بقسمة صافى ربح

التشغيل بعد الضرائب فى نهاية فترة العائد الإضافى على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال . ثم بعد ذلك نقوم بخصم هذه القيمة المستقبلية لتحقيق القيمة الحالية بمعدل خصم يساوى المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال . وسوف نقوم بإضافة التدفقات النقدية من العمليات ، والقيمة المتبقية والأصول قصيرة الأجل للحصول على قيمة الشركة ككل . وسوف نقوم بشرح هذا العمل بكثير من التفصيل فى نهاية هذا القسم .

قيمة الشركة = التدفقات النقدية من العمليات + القيمة المتبقية + الأصول قصيرة الأجل

يقوم برنامج ValuePro2002 بإظهار هذه الحسابات فى أعلى صفحة General Pro Forma . ويقوم هذا البرنامج البسيط بهذا العمل بطريقة آلية .

الخطوة الرابعة ـ حساب القيمة الحقيقية للسهم : نطرح قيمة الالتزامات قصيرة الأجل والالتزامات ذات الأولوية ـ الديون والأسهم المميزة من قيمة نشاط الشركة للحصول على القيمة بالنسبة لحقوق الملكية العامة كما هو موضح فيما يلى :

قيمة حقوق الملكية = قيمة الشركة ـ
(السندات + الأسهم المميزة) ـ الالتزامات قصيرة الأجل

ثم نقوم بحساب نسبة القيمة إلى حقوق الملكية العامة على عدد الأسهم المتداولة للحصول على القيمة الحقيقية لكل سهم من الأسهم العادية .

من أين نحصل على كل هذه البيانات للقيام بعملية التقييم ؟ المدخلات الضرورية لإتمام الخطوة الأولى ـ التنبوء بالتدفقات النقدية المتوقعة ـ هى موضع تركيز الفصل الخامس ، كما أن المدخلات والمعلومات المطلوبة لإنجاز الخطوة الثانية ـ تقدير المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ـ موضحة فى الفصل السادس . ولكن قبل أن نبدأ ، دعنا نقض بعض الوقت فى مناقشة نظرية الميزة التنافسية التى تكمن وراء حسابات التدفقات النقدية من العمليات المبينة فى الخطوة الثالثة فيما سبق .

فترة العائد الإضافى والميزة التنافسية

بسبب الميزة التنافسية التى تتمتع بها الشركة ، فإنها تكون قادرة على تحقيق عوائد على الاستثمارات الجديدة ، والتى تكون أكبر من تكلفة رأس المال خلال فترة العائد الإضافى . تعتبر شركة آى . بى . إم فى الخمسينات والستينات ، وشركة آبل فى الثمانينات وميكروسوفت ، وإنتل ، وسيسكو فى التسعينات من أمثلة الشركات التى تمتعت بقدر عال من الميزة التنافسية .

لا شك فى أن النجاح يجذب المنافسين الذين يحاولون بدورهم نفى الخدمة بتكلفة أقل ؛ مما يؤثر فى السوق ومعدلات نمو الإيرادات . وتعمل أنشطة التسعير والتسويق التى يقوم بها المنافسون على خفض هوامش صافى ربح التشغيل . ويعمل صافى ربح التشغيل المنخفض على خفض العائد على الاستثمارات الجديدة إلى مستويات تقترب من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال . عندما تفقد إحدى الشركات ميزتها التنافسية ويتساوى العائد من الاستثمارات الجديدة مع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ، فإن المؤسسة تقوم بالاستثمار فى استراتيجيات استثمار تكون فيها القيمة الحالية الإجمالية الصافية تساوى صفرًا . والأسوأ من ذلك ؛ يمكن أن تحقق الشركات عوائد سلبية وتدمر قيمة الأسهم ـ راقب ما فعلته شركة آى . بى . إم فى الثمانينات ، وشركة آبل فى التسعينات ، وشركات الاتصالات فى ٢٠٠٠ .

يجذب الحجم المتزايد منافسة إضافية . ومع تطور الصناعات ونمو قطاعات السوق ، يمكن أن يكون لدى الشركات التى تخدم هذه القطاعات إيرادات صغيرة نسبيًا ـ من ١٠ مليون دولار إلى ١٠٠ مليون دولار ـ ولا تدخل ضمن شاشات رادار المنافسين أو تجذب اهتمامهم . ومع ذلك ، عندما تتجاوز إحدى الشركات مستوى إيرادات ١٠٠ مليون دولار ، يبدأ المنافسون الرئيسيون فى ملاحظة ذلك ، ويبدأون فى دخول مجال القطاع مؤثرين ذلك على النمو وهوامش الأرباح ؛ لذلك ، فإن الشركات ذات الحصة السوقية الصغيرة ـ والتى يواجهها القليل من المنافسة فى أحد قطاعات السوق الفريدة ـ يمكنها تحقيق أرباح غير عادية من عملياتها .

تعتمد فترة الوقت التى يمكن للشركة خلالها تحقيق أرباح غير عادية على قدرتها على إنتاج منتجات معينة ، وعلى الصناعة التى تعمل فيها الشركة والحواجز التى أمام المنافسين للدخول فى هذا النشاط . فالأسواق التى تحظى بحواجز مرتفعة للدخول ، مثل المنتجات التى لها حماية براءة اختراع ، أو العلامات التجارية القوية ، أو قنوات التسويق الفريدة ، فقد يكون لديها فترة عائد إضافى طويلة ـ من ١٠ سنوات إلى ١٥ سنة أو أطول من ذلك . من الناحية المثالية ، تكون فترة العائد الإضافى لمعظم الشركات من ٥ إلى ٧ سنوات أو أقل من ذلك . فى حالة تساوى كل العوامل الأخرى ، فإن فترة العائد الإضافى القصيرة ينتج عنها قيمة منخفضة للسهم .

ماذا يحدث بعد فترة العائد الإضافى ؟ هل تخسر الشركة أو تشهر إفلاسها ؟ كلا ! تفقد الشركة الميزة التنافسية على منافسيها . إن فقد الميزة التنافسية يعنى أن قيمة سهم الشركة قد يظل فى نمو ، ولكن فقط بمعدل العائد المطلوب من السوق للسهم ـ وليس بمعدل نمو مرتفع بطريقة غير عادية . على سبيل المثال : إذا كان سعر سهم الشركة (ع) (والتى لا تقدم توزيعات أرباح) هو ١٠ دولار ، ومعدل العائد المطلوب هو ١٢٪ ؛ فإن حملة السهم يتوقعون أن ينمو إلى (١٠ دولارات × ١,١٢) = ١١,٢٠ دولارًا بعد مضى عام ، (١١,٢٠ دولارًا × ١,١٢) = ١٢,٥٤ دولارًا بعد مضى عامين ، (١٢,٥٤ × ١,١٢) = ١٤,٠٣ دولارًا بعد مضى ثلاثة أعوام ، وهكذا إلى ما لا نهاية . لكن بمجرد أن تتوقف أو تنتهى فترة العائد الإضافى ولا يكون لدى الشركة المزيد من الاستثمارات الجديدة المربحة ، فإن الشركة يجب عليها أن تدفع كل تدفقاتها النقدية الحرة لحملة الأسهم من خلال توزيعات الأرباح أو عمليات إعادة شراء الأسهم .

عندما يتساوى العائد على الاستثمارات مع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ، فإن المستثمرين يحصلون فقط على ما يعادل المخاطر التى يتحملونها مقابل حيازتهم لسهم الشركة ، ولا يتم تحقيق أية قيمة إضافية من الاستثمارات الجديدة . ولا يزال سعر السهم ينمو أو يزداد فى القيمة ، ولكن نموه لا يتجاوز توقعات السوق المعدلة بالمخاطر (أو يتماشى مع آمال المستثمرين) . عند هذه النقطة ، يمكن معاملة العوائد بعد الضرائب للشركة وتقييمها وفقا لما يعرف بديمومة أو استمرارية التدفقات النقدية ـ

وهى تساوى صافى ربح التشغيل للشركة بعد الضرائب مقسومًا على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ، ويتم خصم الرقم الناتج من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لتحقيق القيمة الحالية .

يطلق على هذه القيمة المخصومة القيمة المتبقية للشركة ـ وهو رقم مهم جدًا وغالباً يمثل من ٦٠٪ إلى ٩٠٪ من القيمة الكلية للشركة . وتكون القيمة المتبقية حساسة للتوقعات الخاصة بصافى ربح التشغيل بعد الضرائب والمتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة ، كما سيتم وصفه فيما يلى .

فترة العائد الإضافى: توصياتنا

ما هى فترة العائد الإضافى المفضلة لنا ؟ إنها عملية تقديرية . نحن نستخدم القواعد ١ ، ٥ ، ٧ ، ١٠ ونقترح أن تقوم بالمثل .

نحن نقوم بتقسيم الشركات إلى أربع فئات ، ثم نقوم بتقييم تلك الفئات باستخدام فترة عائد إضافى قدرها ١٠ سنوات لحساب ما نعتبره القيمة القصوى لها ، وفترة عائد إضافى أكثر تحفظاً قوامها عام أو ٥ أعوام أو ٧ أعوام لحساب القيمة الدنيا أو القيمة المعقولة . فيما يلى المعايير التى نستخدمها لتحديد فترة العائد الإضافى الأقل والأكثر تحفظاً .

١. الشركات ذات التوقعات غير الجيدة ، وهى التى تعمل فى صناعة عالية التنافس منخفضة هامش الأرباح والتى لا يكون لهم فيها أى شىء مميز ، وهى تحظى بفترة عائد إضافى قدرها عام واحد .
٢. الشركات المقبولة : وهى التى لها اسم معروف وسمعة مقبولة وربما فائدة تنظيمية (إحدى شركات المرافق مثل إديسون على سبيل المثال) ولكنها لا تتحكم فى التسعير أو النمو داخل الصناعة التى تعمل فيها ، وهى تحظى بفترة عائد إضافى قدرها ٥ سنوات .
٣. الشركات الجيدة ذات العلامات التجارية الجيدة : وهى ذات اقتصاديات ضخمة وقنوات توزيع جيدة ومعروفة من قبل المستهلك (مثل ماكدونالدز) ولها فترة عائد إضافى قدرها ٧ سنوات .

٤. **الشركات الرائعة** : ذات احتمالات النمو الكبيرة وقوة التسويق الهائلة والأسماء المعروفة والمكاسب (مثلاً : شركة إنتل ، وميكروسوفت ، وكوكاكولا ، وديزنى) - وهى تحظى بفترة عائد إضافى قدرها ١٠ سنوات .

نحن لا نؤمن بالذهاب إلى أبعد من ١٠ سنوات فى فترة العائد الإضافى . تقوم بعض نماذج التقييم الأساسية للأسهم مثل نموذج خصم توزيعات الأرباح بتضمين نمو العوائد والتوزيعات الزائد عن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لفترة غير محددة من الزمن . ويتم خصم التدفقات النقدية فى هذه النماذج إلى ما لا نهاية . لكننا نعتقد أن فترة ١٠ سنوات تعد مقدارًا معقولاً من الوقت لتضمين دورات المنتج فى الأسواق .

هل تفقد المؤسسة بالفعل الميزة التنافسية وفائدة فترة العائد الإضافى ؟ بالنسبة للشركات التى تُدار بطريقة جيدة تكون الإجابة بالنفى . سوف تستمر معظم الشركات جيدة الإدارة فى ابتكار وتخفيض تكاليف التشغيل وزيادة الكفاءة ، وابتكار استراتيجيات نشاط جديدة ، والاحتفاظ بميزتها التنافسية لفترة طويلة . بعض الشركات سوف تشهر إفلاسها . وبعضها يتم الاستحواذ عليه أو يندمج مع شركات أخرى . ولكن مفهوم فكرة العائد الإضافى أو فترة التوقع هى المفهوم الذى يجب أن ينتج عنه عملية تقييم أكثر تحفظًا وأقل تهورًا . ونحن عندما نستثمر . نفضل أن نخطئ فى جانب التحفظ بدلاً من أن ندفع مبالغ زائدة فى أحد الأسهم .

فئات التقييم الثلاث

عند حساب قيمة الشركة ، يقسم أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة وبرامج العمليات الحسابية أصول والتزامات الشركة والتدفقات النقدية المخصومة إلى ثلاث فئات وفترات وقتية :

التدفقات النقدية من العمليات : أولاً ، وخلال فترة العائد الإضافى ، نقوم بحساب التدفقات النقدية للشركة . وهى تمثل الفارق بين التدفقات النقدية الداخلة إلى التشغيل ، والتدفقات النقدية الناتجة منه . ثم يتم خصم التدفقات النقدية الحرة . وتعتبر عوامل الخصم أحد دوال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة ، ووقت التدفقات النقدية المتوقعة .

القيمة المتبقية للشركة : ثانيا ، نجد لدينا القيمة المتبقية للمؤسسة . وهى القيمة التى تحسب عن طريق أخذ صافى ربح التشغيل بعد الضرائب فى نهاية فترة العائد الإضافى وقسمتها على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة وخصمها لتحقيق القيمة الحالية لها (أيضًا على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة) . فى نهاية فترة العائد الإضافى ، نفترض أن المؤسسة تتلقى عائدًا على الاستثمارات يساوى المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة ؛ لذلك فإن صافى القيمة الحالية للاستثمار الإضافى الذى تقوم به الشركة يكون صفرًا وبالتالى لا توجد أية قيمة إضافية لحملة الأسهم[١] .

الأصول قصيرة الأجل : ثالثا ، نقوم بإضافة الأصول قصيرة الأجل للشركة . حيث نقوم بضم الأصول الجارية الفعلية فقط التى يمكن بيعها أو تسييلها بسعر يقترب من القيمة الاسمية مثل : الأوراق المالية المستثمر فيها والمخزون ، وحسابات القبض ، والاستثمارات المالية الجارية الأخرى للشركة . بيد أننا لا نقوم بتضمين الأصول غير الملموسة مثل الشهرة ـ والتى قد يكون من الصعب بيعها ـ أو تقييمها أو الأصول طويلة الأجل ـ مثل المصانع والمعدات ـ والتى تعد ضرورية لتحقيق تدفقات نقدية للشركة من العمليات . وهكذا تظهر الميزانية الحالية للشركة . على سبيل المثال ، وفقا لميزانية شركة ميكروسوفت فى ٣٠ يونيه ٢٠٠٢ ، كان لدى الشركة ٣٨,٦ مليار دولار نقدًا ، وأوراق مالية فائضة قابلة للبيع فى دفاترها . ومثل هذه الأصول ليس لها أية مخاطر تشغيل ، ويجب ألا يتم خصمها فى إجراءات التقييم .

تمثل قيمة نشاط الشركة مجموع التدفقات النقدية المخصومة من العمليات بالإضافة إلى القيمة المتبقية المخصومة للشركة بالإضافة إلى الأصول قصيرة الأجل .

قيمة نشاط الشركة = التدفقات النقدية من العمليات +
القيمة المتبقية + الأصول قصيرة الأجل

بمجرد أن يتم حساب القيمة الكلية للشركة ، نقوم بطرح مقدار الالتزامات قصيرة الأجل والقيمة السوقية للسندات والأسهم المميزة ، ثم

قسمة هذا المبلغ على عدد الأسهم المتداولة ، وذلك للحصول على القيمة الحقيقية لكل سهم .

القيمة الحقيقية = (قيمة الشركة ـ السندات ـ الأسهم المميزة ـ الالتزامات قصيرة الأجل) ÷ عدد الأسهم المتداولة

من الناحية الرياضية لا يعتبر هذا الأسلوب أكثر صعوبة من حساب التدفقات النقدية المخصومة السابقة الذكر . ولا توجد حسابات تفاضل وتكامل ، أو معادلات معقدة ـ مجرد جمع وطرح وضرب وقسمة . ومن خلال قوة وسحر أجهزة الحاسب ، تتم مثل تلك الحسابات في الحال !

شركة ميكروسوفت ـ مثال بسيط للتدفقات النقدية المخصومة

ما مدى صعوبة أن تقوم بحساب قيمة الأسهم مثل المحترفين ؟ إنها ليست صعبة جدًا ! لشرح عملية التقييم ؛ سوف نأخذك الآن خلال عملية تقييم مبسطة لشركة ميكروسوفت والخطوات الأربع هي : التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة ، تقدير معدل العائد المطلوب (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC) ، خصم التدفقات النقدية المتوقعة على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC ثم حساب القيمة الحقيقية لكل سهم .

الخطوة الأولى : التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة لشركة ميكروسوفت

تشمل التدفقات النقدية المتوقعة لحملة الأسهم توزيعات الأرباح النقدية ، إذا وجدت ، بالإضافة إلى الزيادة المتوقعة (أو الانخفاض) في سعر السهم خلال فترة حيازة المستثمر للسهم . وكما وضحنا في الفصل الثالث ، من السهل على البنك تقدير التدفقات النقدية المتوقعة من قرض الرهن العقاري لـ " ماري " ؛ لأنها اتفقت على أن تدفع للبنك مبلغ ٧٣٤ دولارًا شهريًا بالضبط . وتعد التقديرات الدقيقة للتدفقات النقدية للأسهم العادية أكثر صعوبة . وسوف نشرح هنا الوسائل التي تساعدك للتغلب على التعقيدات المرتبطة بتقدير التدفقات النقدية .

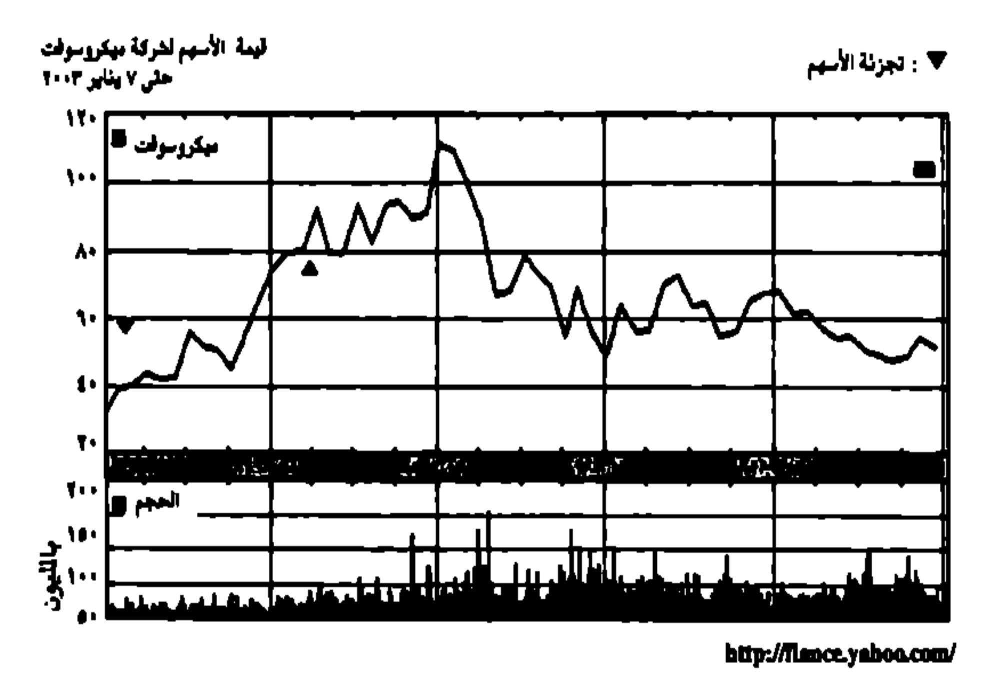
يقوم تحليل تقييم التدفقات النقدية المخصومة الذي نستخدمه بتقدير التدفقات النقدية الحرة للشركة . والتدفقات النقدية الحرة هي مبالغ نقدية

متاحة لدفعها لحملة الأسهم ، وتعتبر نسبة الأرباح المخصصة لكل سهم أسلوب قياس محاسبى ووسيلة محاسبية لقياس أداء الشركة . فى حين أن التدفقات النقدية الحرة المخصومة تعد وسيلة للمستثمر لقياس العوائد المتوقعة لحملة الأسهم . والتدفقات النقدية المخصومة أكثر ارتباطًا بالمصروفات الشخصية ؛ لذلك فهى تعنى لك الكثير - إلا إذا كنت تعمل محاسبًا بالطبع .

يستخدم أسلوب التدفقات النقدية الحرة المخصومة مقاييس أداء الشركة التى تركز فقط على المبالغ النقدية الفعلية التى تتدفق من وإلى الشركة . وتحظى أنشطة الشركة التى تحقق صافى تدفقات نقدية إضافية إلى الشركة مثل النمو المتزايد للإيرادات أو صافى هوامش ربح التشغيل المتزايد بتأثير إيجابى على قيمة السهم . وتعد هذه أنشطة جيدة .

بينما نجد أن أنشطة الشركة التى ينتج عنها صافى تدفقات نقدية خارجة من الشركة - مثل معدلات الضرائب العالية على الدخل والاحتياجات المرتفعة لاستثمار رأس المال ، أو احتياجات كبيرة لرأس المال العامل ، أو صافى هوامش أرباح تشغيل منخفضة بسبب التكاليف المتزايدة للعمالة أو تكاليف الإنتاج الأخرى ، لها تأثير سلبى على قيمة السهم . قد تكون هذه الدفوعات ضرورية من وجهة نظر الشركة ، ولكنها ليست أنشطة جيدة لقيمة السهم .

كانت شركة ميكروسوفت إحدى الشركات المفضلة لدى وول ستريت لسنوات عديدة . فمنذ إصدارها الأول فى مارس ١٩٨٦ ، حققت الشركة متوسط عائد سنوى قدره ٥٠٪ تقريبًا سنويًا للمستثمرين حتى عام ٢٠٠٠ . انظر الرسم (٤ - ٢) . ومع انفجار فقاعة شركات التكنولوجيا ، هبط عائد شركة ميكروسوفت إلى أرقام متدنية .



تجزئة الأسهم : ٢١ سبتمبر ٨٧ [٢ : ١] ، ١٦ أبريل ٩٠ [٢ : ١] ، ٢٧ يونيه ٩١ [٣ : ٢] ، ٢٣ مايو ٩٤ [٢ : ١] ، ٩ ديسمبر ٩٦ [٢ : ١] ، ٢٣ فبراير ٩٨ [٢ : ١] ، ٢٩ مارس ٩٩ [٢ : ١]

الرسم ٤ ـ ٢ رسم بيانى لسعر سهم شركة ميكروسوفت لمدة ٥ سنوات

سوف نناقش كيفية تقدير التدفقات النقدية للشركة فى الفصل الخامس . حيث نركز على خمسة مقاييس للتدفقات النقدية . ونحن نشير إلى هذه المقاييس الخمس للتدفقات النقدية بالإخوة الصينيين الخمسة (مأخوذة من الملحمة الشعبية الصينية التى تحمل نفس الاسم) . مقاييس التدفقات النقدية والتقديرات الأولية لشركة ميكروسوفت هى : معدل نمو الإيرادات ١١٪ ، وصافى هامش ربح التشغيل ٤٢٪ ، وصافى المعدل الثابت لاستثمار رأس المال (يساوى معدل الاستثمار مطروحًا منه معدل الإهلاك ـ انظر البيان التالى) ، والمعدل المتراكم لاستثمار رأس المال العامل ٩,٨٪ ، ومعدل ضريبة دخل الشركة ٣٢٪ . وباختصار يمكن وصف هذه الأشياء كالتالى :

الإخوة الصينيون الخمسة

معدل نمو الإيرادات	النمو السنوى للإيرادات
صافى هامش ربح التشغيل	دخل التشغيل / الإيرادات
معدل الضريبة	الضرائب / الدخل قبل الضرائب
استثمار رأس المال العامل	التغيز فى رأس المال العامل / الإيرادات
استثمار رأس المال الثابت	صافى استثمار رأس المال / الإيرادات

لحساب صافى استثمار رأس المال ، قدمنا معدل الإهلاك والبالغ ٣,٨٪ مقسوماً على الإيرادات ، ومعدل الاستثمار البالغ ٢,٧٪ ، كما قدمنا المصروفات الرأسمالية مقسومة على الإيرادات .

برنامج ValuePro 2002
شاشة الإدخال العامة
القيمة الحقيقية للسهم ٢٨,٨٦ دولار
مدخلات عامة

رمز الشركة ... MSFT

فترة العائد الإضافى (بالسنوات)	١٠	معدل الإهلاك (٪ من الإيرادات)	٣,٨٠
إيرادات (بالمليون دولار)	٢٨٣٦٥	معدل الاستثمار (٪ من الإيرادات)	٢,٧٠
معدل النمو (٪)	١١,٠٠	رأس المال العامل (٪ من الإيرادات)	٩,٨٢
صافى هامش ربح التشغيل (٪)	٤٢,٠٠	الأصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٤٧٨٢٧
معدل الضريبة (٪)	٣٢,٠٠	الالتزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	١١٩٤٠
سعر السهم (بالدولار)	٤٥,١٥	علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣,٠٠
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	٥٤١٥	معامل بيتا للشركة	١,٠
عائد أذون الخزانة لمدة ١٠ سنوات (٪)	٧,٠	قيمة السندات القائمة (بالمليون دولار)	٠
نسبة ش بين السندات والأذون (٪)	٠,٠٠	قيمة الأسهم المميزة القائمة (بالمليون دولار)	٠
عائد الأسهم المميزة (٪)	٠,٠٠	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (٪)	١٠,٠

الرسم ٤ ـ ٢ شاشة الإدخال الخاصة بشركة ميكروسوفت

لقد أخذنا في الاعتبار النسب التاريخية لشركة ميكروسوفت ، واستخدمناها في حساب عينة المدخلات المذكورة فيما سبق . كما استخدمنا تقديرات المحللين بالنسبة لمعدلات النمو المتوقعة لشركة ميكروسوفت . وتظهر عينة المدخلات في الرسم (٤ ـ ٣) وهي شاشة الإدخال العامة لبرنامج ValuePro2002 . وسوف يصبح شكل واجهة البرنامج أكثر معنى للقارئ كلما تقدمنا في هذا الكتاب .

من المتوقع أن ينمو صافي ربح التشغيل لشركة ميكروسوفت خلال فترة العائد الإضافي ما يزيد عن ٢,٥ مرة ، من ١٣٢٢٤ مليون دولار في عام ٢٠٠٣ إلى ٣٣٨٢٧ مليون دولار في عام ٢٠١٢ ، ولكي نتحول من صافي ربح التشغيل إلى التدفقات النقدية الحرة للشركة يجب : (١) إضافة الإهلاك (مصروف غير نقدي) ، (٢) طرح ضرائب الدخل ، ورأس المال العامل المتراكم ، واستثمار رأس المال الثابت . (انظر أيضا الرسم ٤ ـ ٤) . وتتمثل توقعات التدفقات النقدية الحرة للشركة (بالمليون دولار) في الآتي :

السنة	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	...	٢٠١٢
التدفقات النقدية الحرة	$ ٩,٠٣٢ +	$ ١٠,٠٢٦ +	$ ١١,١٢٨ +	$ ١٢,٣٦٣ +	... +	$ ٢٣,١٠٤

الخطوة الثانية : تقدير معدل الخصم لشركة ميكروسوفت .

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

ما هو المعدل المناسب المستخدم في خصم التدفقات النقدية غير المؤكدة (ولكنها متوقعة) ؟ هناك وسائل عديدة لخصم التدفقات النقدية المستخدمة في سوق رأس المال . تقوم الطريقة المستخدمة في هذا الكتاب بحساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بعد دفع الضرائب للشركة ، ثم استخدام الناتج لحساب التدفقات النقدية للشركة ، وسوف نوضح لك كيفية تقدير وحساب رأس المال المرجح للشركة بالطريقة العادية ، وإذا كنت تستخدم برنامج ValuePro2002 فإنه يقوم بطريقة آلية بالعمل كله اعتمادًا على المدخلات التي تقوم بتغذيته بها .

برنامج ValuePro 2002
شاشة البيانات العامة
فائض العوائد خلال ١٠ سنوات
ميكروسوفت

رة فائض العوائد	$ ٨٥٥٥٢	إجمالى قيمة الشركة	$ ٢٢٢٠٦٢
يمة التبقية	$ ٨٨٦٨٤	ديون آجل	$ ٠
ول قصيرة الأجل	$ ٤٧٨٢٧,٠	أسهم عادية	$ ٠
حالى قيمة الشركة	$ ٢٢٢٠٦٢	خصوم قصيرة الأجل	$ ١١٦٤٠
		إجمالى القيمة إلى حقوق الملكية بالشركة	$ ٢١٠٤٢٢
		القيمة الحقيقية للأسهم	$ ٣٨,٨٦

(٢) نهاية السنة	(٣) الإيرادات	(٤) صافى ربح التشغيل	(٥) الضرائب	(٦) صافى الربح بعد دفع الضرائب	(٧) الاستثمارات	(٨) الاهالك	(٩) التغير فى الاستثمارات	(١٠) التغير فى رأس المال العامل	(١١) التدفقات النقدية الحرة	(١٢) عامل الخصم	(١٣) التدفقات النقدية الحرة المخصومة
٢٠٠٣/١٠/	٢٨٣٦٥										
٢٠٠٤/١٠/	٣١٤٨٥	١٣٢٢٤	٤٢٣٢	٨٩٩٢	٨٥٠	١١٩٦	٣٤٦-	٣٠٦	٩٠٣٢	٠,٩٠٩١	٨٢١١
٢٠٠٥/١٠/	٣٤٩٤٩	١٤٦٧٨	٤٦٩٧	٩٩٨١	٩٤٤	١٣٢٨	٣٨٤-	٣٤٠	١٠٠٢٦	٠,٨٢٦٤	٨٢٨٦
٢٠٠٦/١٠/	٣٨٧٩٣	١٦٢٩٣	٥٢١٤	١١٠٧٩	١٠٤٧	١٤٧٤	٤٢٧-	٣٧٨	١١١٢٨	٠,٧٥١٣	٨٣٦١
٢٠٠٧/١٠/	٤٣٠٦٠	١٨٠٨٥	٥٧٨٧	١٢٢٩٨	١١٦٣	١٦٣٦	٤٧٤-	٤١٩	١٢٣٥٣	٠,٦٨٣٠	٨٤٣٧
٢٠٠٨/١٠/	٤٧٧٩٧	٢٠٠٧٥	٦٤٢٤	١٣٦٥١	١٢٩١	١٨١٦	٥٢٦-	٤٦٥	١٣٧١١	٠,٦٢٠٩	٨٥١٤
٢٠٠٩/١٠/	٥٣٠٥٤	٢٢٢٨٣	٧١٣٠	١٥١٥٢	١٤٣٢	٢٠١٦	٥٨٤-	٥١٦	١٥٢٢٠	٠,٥٦٤٥	٨٥٩١
٢٠١٠/١٠/	٥٨٨٩٠	٢٤٧٣٤	٧٩١٥	١٦٨١٩	١٥٩٠	٢٢٣٨	٦٤٨-	٥٧٣	١٦٨٩٤	٠,٥١٣٢	٨٦٦٩
٢٠١١/١٠/	٦٥٣٦٨	٢٧٤٥٥	٨٧٨٥	١٨٦٦٩	١٧٦٥	٢٤٨٤	٧١٩-	٦٣٦	١٨٧٥٢	٠,٤٦٦٥	٨٧٤٨
٢٠١٢/١٠/	٧٢٥٥٩	٣٠٤٧٥	٩٧٥٢	٢٠٧٢٣	١٩٥٩	٢٧٥٧	٧٩٨-	٧٠٦	٢٠٨١٥	٠,٤٢٤١	٨٨٢٨
٢٠١٣/١٠/	٨٠٥٤٠	٣٣٨٢٧	١٠٨٢٥	٢٣٠٠٢	٢١٧٥	٣٠٦١	٨٨٦-	٧٨٤	٢٣١٠٤	٠,٣٨٥٥	٨٩٠٨
	٨٠٥٤٠	٣٣٨٢٧	١٠٨٢٥	٢٣٠٠٢	٣٠٦١	٣٠٦١	٠	٠	٢٣٠٠٢٣	٠,٣٨٥٥	٨٨٦٨٤

لرسم ٤ ـ ٤ شاشة ميكروسوفت للبيانات العامة

كيف تحسب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ؟ تخبرنا نظريات الاقتصاد (كما تم مناقشتها فى المبدأ الأساسى رقم ١٠ عند وصف نموذج تسعير الأصل الرأسمالى) بأن معدل خصم المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة يعد عاملاً أساسياً فى الفئات الثلاثة العامة لعلاقة المخاطر / العائد التى يتطلبها السوق وهى :

- معدل العائد الأساسى لأى استثمار ، وكذلك معدل الفائدة طويلة الأجل الخالى من المخاطر (الذى يتضمن توقعات التضخم) . وسوف

نستخدم عائد سندات الخزانة استحقاق ١٠ سنوات (يتوافق تاريخ الاستحقاق أو يتزامن مع الحد الأكثر لفترة العائد الإضافى) .

- بالنسبة للعائد المتوقع المرتبط بمديونية الشركة والأسهم المميزة ، فإننا نستخدم هامش يزيد على العائد الخالى من المخاطر ، والذى يعكس مخاطر الإخفاق للشركة .
- بالنسبة للعائد المتوقع المرتبط بالأسهم العادية ، سوف نستخدم تقدير السوق للعلاوة الحالية لمخاطر الأسهم بالإضافة إلى المخاطر المنتظمة (معامل بيتا) المرتبطة بسهم الشركة .

لكى نصل إلى المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة ، يجب أن يتم تعديل تكلفة مدخلات رأس المال التى سبق وصفها بعاملين آخرين هما : إمكانية خصم الضرائب على مدفوعات الفائدة ، ونسبة السندات والأسهم المميزة ، والأسهم العادية التى تستخدمها الشركة فى تمويل عملياتها . فى حين تبدو هذه العملية الحسابية معقدة ، فإنها فى الواقع بسيطة تماما فى وجود آلة حاسبة أو برنامج مثل ValuePro 2002 .

يمكن أن يكون لمعدل الخصم المستخدم فى عملية التقييم وتحركات أسعار الفائدة عامة تأثير هائل على القيمة السوقية للسهم[٢] . ويعكس سعر الخصم المستخدم لتقييم أحد الأسهم عوامل المخاطر الثلاثة التى سبق وصفها . ويجب أن تحظى الاستثمارات ذات المخاطر المماثلة بمعدلات خصم مماثلة .

أما العوامل التى ساعدت على خفض سعر الخصم مثل الانخفاض فى أسعار الفائدة بسبب توقعات تضخم منخفض ، أو انخفاض فى علاوة مخاطر الأسهم بسبب سقوط الشيوعية ، والزيادة فى التجارة الحرة بين الدول ساعدت على زيادة تقييمات الأسهم بدرجة كبيرة فى التسعينات . كان السبب الهام لنسب الزيادة فى تقييمات سوق الأسهم والتى تجاوزت معدلات نمو أرباح الشركات خلال التسعينات هو الانخفاض الكبير فى معدلات الفائدة وانخفاض المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركات المرتبط به . إن وجود متوسط مرجح منخفض لتكلفة رأس المال يزيد من قيمة السهم .

وعلى العكس ، فإن العوامل التى تزيد معدل الخصم مثل التضخم المرتفع ، والعمليات المحاسبية المزيفة ، والسياسات المقيدة التى تفرضها الحكومة سوف يكون لها تأثير سلبى كبير فى أسعار سوق الأسهم . وبالمثل ، فإن العوامل التى تزيد علاوة مخاطر السهم مثل الهجمات الإرهابية والجوانب المعوقة للإنتاج والتوزيع ، وأزمات العملات والتجارة سوف تزيد أيضًا من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وتؤثر سلبيًا فى أسعار الأسهم . يُقلل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المرتفع من قيمة الأسهم . (سوف نناقش كل الأشياء المتعلقة بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بالتفصيل فى الفصل السادس) .

من السهل حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة ميكروسوفت عن أية شركة أخرى ؛ حيث إن هذه الشركة ممولة بالكامل من خلال أسهم عادية . وليس لدى شركة ميكروسوفت سندات أو أسهم مميزة متداولة . فى هذا المثال البسيط ، كان المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال معبراً عن تكلفة الأسهم العادية . تبدو حصة رأس المال والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة ميكروسوفت على هذا النحو :

مصدر رأس المال	مقدار رأس المال	معدل الخصم
ديون	صفر	صفر
أسهم مميزة	صفر	صفر
أسهم عادية	٢٤٤٤٨٧ مليون دولار	١٠٪
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال		١٠٪

فى وقت ما فى عام ١٩٩٩ ، كان لشركة ميكروسوفت حصة رأس مال فى السوق تزيد عن ٦٠٠ مليون دولار لكن سعر سهم شركة ميكروسوفت انخفض بما يزيد عن النصف . تُعرف حصة رأس المال فى السوق بأنها القيمة السوقية للسندات والأسهم المميزة والأسهم العادية المتداولة . وحيث إن شركة ميكروسوفت ليس لها سندات مصدرة . وليس لديها أسهم مميزة . فإن الحصة السوقية تساوى عدد الأسهم العادية المتداولة مضروبة

فى سعر السهم . وقد كانت الحصة السوقية لشركة ميكروسوفت كالتالى (فى ١٢ أغسطس ٢٠٠٢) .

عدد الأسهم العادية المتداولة × سعر السهم = الحصة السوقية من راس المال
٥٤١٥ مليون × ٤٥،١٥ دولار = ٢٤٤،٥ مليار دولار

ترتبط تكلفة الأسهم العادية لشركة ميكروسوفت بمستويات أسعار الفائدة (أوراق الخزانة الأمريكية استحقاق ١٠ سنوات) كما أن مخاطر الشركة مرتبطة بسوق الأسهم ككل (معامل بيتا الخاصة بالشركة) ؛ وحيث إننا نخوض فى تفاصيل تتعلق بشركة ميكروسوفت فى هذا المثال ، فقد استخدمنا متوسط المرجح لتكلفة رأس المال بنسبة ١٠ ٪ .

الخطوة الثالثة : حساب القيمة الكلية لشركة ميكروسوفت

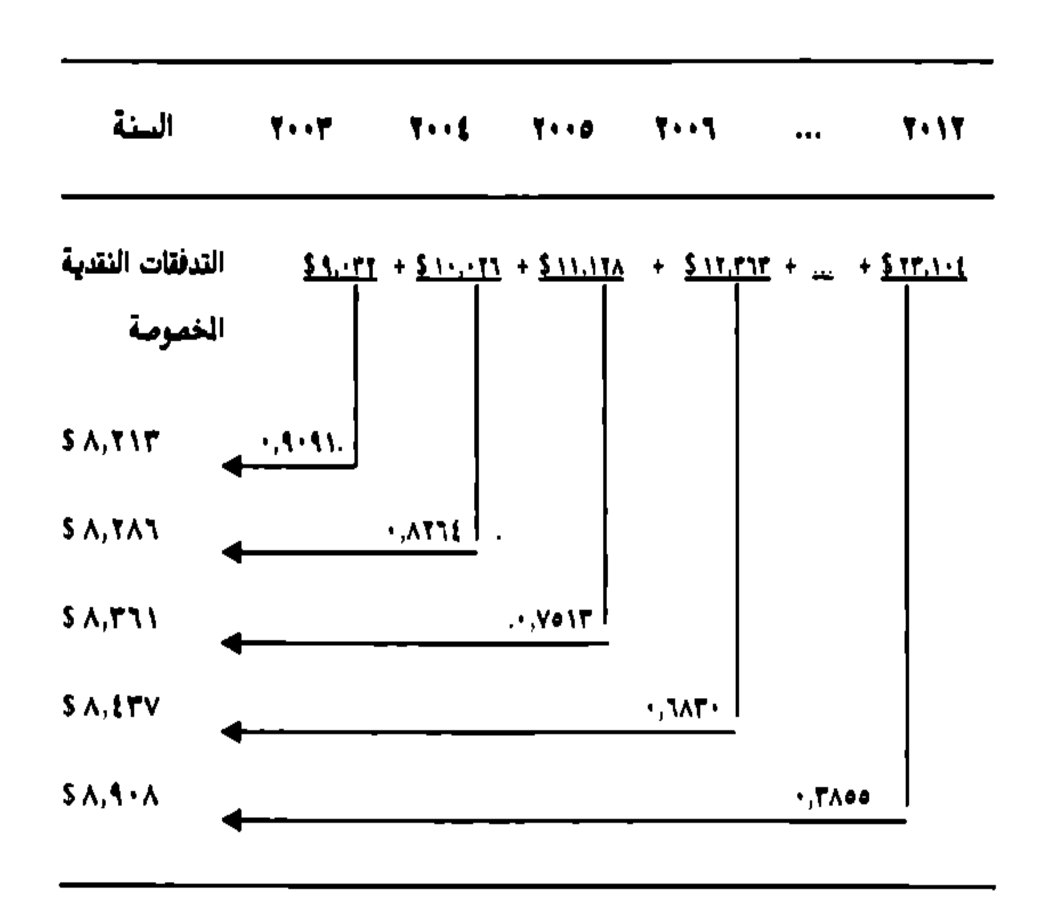
تقوم الخطوة الثالثة بخصم التدفقات النقدية على معدل العائد المتوقع . فى أسلوب التدفقات النقدية المخصومة يكون معدل العائد المطلوب هو المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال . تذكر المثال الخاص بالرهن العقارى فى الفصل الثالث ، فهو نفس المفهوم .

تشمل الخطوة الثالثة مرحلتين : (١) حساب القيمة المخصومة للتدفقات النقدية المتوقعة على مدى فترة العائد الإضافى وقدره ١٠ سنوات . (٢) حساب قيمة شركة ميكروسوفت بعد فترة العشر سنوات ـ القيمة المتبقية . يقدم الرسم (٤ ـ ٥) التدفقات النقدية المتوقعة للسنوات من ٢٠٠٣ ـ ٢٠١٢ لشركة ميكروسوفت ، ويبلغ إجمالى أو مجوع التدفقات النقدية المخصومة على مدى فترة العائد الإضافى وقدره ١٠ سنوات ٨٥٥٥٢ مليون دولار .

يبين الرسم (٤ ـ ٤) حساب القيمة الكلية للشركة . نبدأ بمجموع التدفقات النقدية الحرة المخصومة (٨٥،٥٥٢ مليون دولار) ونضيف القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة فيما بعد نهاية فترة العائد الإضافى عام ٢٠١٢ فتنتج القيمة المتبقية صافى ربح التشغيل بعد الضرائب مقسومًا على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال . وتساوى القيمة المتبقية لشركة ميكروسوفت [٢٣٠٠٢ مليون دولار ÷ (٠،١٠)] = ٢٣٠٠٢٣ مليون دولار . وحيث إن هذه هى القيمة فى مدى ١٠ سنوات من الآن . نقوم

بخصمها من عامل خصم العشر سنوات وقدره ٠,٣٨٥٥ للحصول على القيمة الحالية ، وهى ٨٨٦٨٤ مليون دولار .

لحساب قيمة الشركة ، نقوم بجمع التدفقات النقدية الحرة على مدى فترة العائد الإضافى وقدرها ١٠ سنوات (٨٥٥٥٢ مليون دولار) ، والقيمة المتبقية (٨٨٦٨٤ مليون دولار) والأصول قصيرة الأجل (٤٧٨٢٧ مليون دولار) المرتبطة بميزانية الشركة ، ونصل إلى قيمة لشركة ميكروسوفت قدرها ٢٢٢٠٦٢ مليون دولار .



الرسم ٤ ـ ٥ التدفقات النقدية المخصومة لشركة ميكروسوفت

الخطوة الرابعة : حساب القيمة الحقيقية لسهم شركة ميكروسوفت

تشمل الخطوة النهائية حساب القيمة الإجمالية لحقوق الأسهم العادية عن طريق طرح القيمة السوقية لالتزامات الشركة وقسمة هذا المبلغ على عدد الأسهم المتداولة . ليس لشركة ميكروسوفت سندات أو أسهم مميزة متداولة ، وإجمالى التزاماتها قصيرة الأجل هو ١١٦٤٠ مليون دولار .

ويوضح الرسم (٤ ـ ٤) حساب القيمة الإجمالية لحقوق ملكية الأسهم العادية . وتبلغ القيمة السوقية المقدرة للأسهم العادية لشركة ميكروسوفت ٢١٠٤٢٢ مليون دولار . وتعطى قسمة هذا الرقم على عدد الأسهم المتداولة (٥٤١٥ مليون سهم) فى ١٢ أغسطس ٢٠٠٢ قيمة مقدرة بواقع ٣٨,٨٦ دولار لكل سهم .

لاحظ أن القيمة الحقيقية التى تبلغ ٣٨,٨٦ دولار تمثل حوالى ١٦٪ أقل من سعر الإغلاق فى ١٢ أغسطس وقدرها ٤٥,١٥ دولارًا . وقد كنا سنبيع سهم الشركة لو كان فى حيازتنا ، أو على الأقل نمتنع عن شرائه إلا بعد أن يهبط السعر إلى مستوى أقل . ولم نقم بتعديل القيمة الحقيقية للسهم بسبب التخفيف المرتبط بخيارات الأسهم ، وهذا التعديل كان يمكن أن ينتج عنه انخفاض آخر فى قيمة سهم شركة ميكروسوفت . وسوف نناقش موضوع خيارات الأسهم فى الفصل السادس .

التقييم ـ النمو مقابل القيمة ، والحصة السوقية الكبيرة مقابل الحصة السوقية الصغيرة

كثيراً ما نقرأ عن الصناديق المشتركة ومديرى الاستثمار المتخصصين فى أسهم القيمة ، أو أسهم النمو ، أو أسهم الشركات ذات الحصة السوقية الكبيرة ، أو أسهم الشركات ذات الحصة السوقية الصغيرة . كيف يجب أن يؤثر تصنيف أحد الأسهم الذى ينتمى إلى أى من هذه الفئات على قيمة السهم ؟

أسهم النمو هى الأسهم التى يتوقع لها أن تحق إيرادات مرتفعة أو معدلات نمو أرباح مرتفعة تقدر عادة بـ ١٥٪ وأكثر خلال المستقبل القريب . وتتميز أسهم النمو بنسب سعر إلى الأرباح مرتفعة وقيمة دفترية منخفضة فى القطاعات الرائجة أو التى عليها إقبال فى سوق الأسهم . وقد كانت قطاعات النمو فى الآونة الأخيرة هى صناعات التكنولوجيا أو قطاعات التقنية العالية مثل الاتصالات ، والحاسبات ، والأدوية ، وتكنولوجيا المعلومات .

أسهم القيمة هى الأسهم التى من المتوقع أن يكون لها إيرادات منخفضة أو معدلات نمو أرباح منخفضة ، وهى أسهم شركات فى أنشطة

ناضجة مثل شركات المرافق ، والبنوك ، والسمسرة ، والتصنيع ، وصناعة السيارات . وتتميز هذه الأسهم بنسب سعر إلى الأرباح منخفضة ونسبة قيمة دفترية إلى قيمة سوقية عالية . وترتبط أسهم القيمة بشركات فى قطاعات من سوق الأسهم لا يفضلها المستثمرون أو فى صناعات مملة ليس لديها ما يجذب انتباه مراسلى الأخبار التجارية فى التليفزيون .

وأسهم الشركات الكبيرة هى أسهم لها حصة رأسمال فى السوق من الأسهم تزيد عن خمسة مليارات دولار . فى حين أن أسهم الشركات المتوسطة لها حصة سوقية من الأسهم من مليار إلى خمسة مليارات دولار ، وأسهم الشركات الصغيرة هى أسهم الشركات ذات حصة رأسمال من الأسهم فى السوق أقل عامة من مليار دولار .

لسبب أو لآخر تحظى أساليب استثمار مختلفة بالقبول أو الرفض . وقد كان أداء المستثمرين الذين يركزون على شركات ذات الحصة السوقية الكبيرة جداً خلال فترة ارتفاع السوق ١٩٩٧ ـ ١٩٩٩ ـ بأرباح فى مؤشر إس آند بى ٥٠٠ تقدر بـ ٣١٪ ، ٢٦,٧٪ ، ١٩,٥٪ قبل أن ينعكس الاتجاه إلى -١٠,١٪ فى عام ٢٠٠٠، -١٣٪ فى عام ٢٠٠١ ، -٢٣,٤٪ فى عام ٢٠٠٢. ووفقاً لـ " سيجل " ، ازدادت عوائد أسهم الشركات الصغيرة بصورة رائعة خلال الفترة من بين ١٩٧٥ ، ١٩٨٣ وذلك عندما كان متوسط العائد السنوى المركب لأسهم الشركات الصغيرة يقدر بـ ٣٥,٣٪ [٣] . فى الآونة الأخيرة لم يكن أداء أسهم الشركات ذات الحصة السوقية الصغيرة جيدًا ، وقد حازت أساليب استثمار مختلفة ـ مثل التركيز على القيمة مقابل النمو ، والصناديق المشتركة للقطاعات الرائجة ، والأساليب التى تركز على أسهم الشركات الكبيرة مقابل الشركات الصغيرة ـ على إقبال المستثمرين فى وول ستريت ولكن لم تلق إقبالاً منهم على أساس منتظم .

تذكر المناقشة فى الفصل الثانى المتعلقة بالأسواق ذات الكفاءة والدراسة التى قام بها كل من " فاما " و " فرنش " . على الرغم من أنهما لم يستخدما النمو أو القيمة لتصنيف الأسهم ، فقد وجدا أن الأسهم ذات نسب قيمة دفترية إلى قيمة سوقية مرتفعة . والتى يطلق عليها معظم المستثمرين مصطلح أسهم القيمة ، يفوق أداؤها باستمرار وبدرجة كبيرة

الأسهم ذات نسب قيمة دفترية إلى قيمة سوقية منخفضة ـ أى أسهم النمو .

ونحن نعتقد أنه سواء كان السهم لشركة كبيرة أو صغيرة ، وكان سهم نمو أو قيمة ، فإن إجراءات التقييم لا تختلف . يجب أن يهتم المستثمرون فقط بالتدفقات النقدية المتوقعة فى المستقبل والمخاطر المرتبطة بهذه التدفقات النقدية المتوقعة . فالقيمة السوقية لأى سهم ـ نمو أو قيمة ، أو سهم شركة كبيرة أو صغيرة ـ يمكن أن تكون أقل أو أكبر من قيمته الحقيقية . وفيما يتعلق بأسهم القيمة ، سوف يكون لأسهم النمو معدلات نمو متوقعة مرتفعة وغير واقعية فى معظم الأحوال . فيما يتعلق بأسهم الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة قد يكون لها معدلات بيتا مرتفعة ، ومتوسط مرجح لتكلفة رأس المال مرتفع . ولكن إجراءات التقييم لكل فئة يجب أن تكون متشابهة أو متطابقة .

إن أسلوب التقييم الخاصة بنا يمنحك المعلومات التى تحتاجها لتحديد الأسهم المقومة بأعلى من قيمتها ، والأسهم الرخيصة ، والأسهم التى يجب أن ترتفع ، والأسهم التى فى طريقها للهبوط . ونحن نرحب بتجربتك لهذا الأسلوب .

التقييم ـ الخطوة التالية

والآن بعد أن شعرت بالإرهاق من المناقشات الخاصة بالتدفقات النقدية الحرة ، والتدفقات النقدية المخصومة ، ونسبة الأرباح لكل سهم ، وهذه المصطلحات المزعجة فقد حان الوقت للانتباه . نحن على وشك تطبيق النظرية وتوضيح كيفية القيام بشىء مفيد فى الطريق إلى تحليل التدفقات النقدية ! فى الفصل التالى ، سوف نوضح لك كيفية حساب التدفقات النقدية الحرة ، ونشرح المتغيرات الأكثر أهمية لعملية الحساب . وسوف نستمر فى مساعدتك فى وضع أساس استقلالك المالى وقدرتك على اتخاذ قرارتك الخاصة المتعلقة بالاستثمار فى الأسهم .

ملاحظات

١. عند حساب القيمة المتبقية للمؤسسة ، من المفروض أنه لا يوجد صافى استثمارات جديدة . مثلا ، الاستثمار = الإهلاك وليس هناك رأس مال عامل إضافى مطلوب . وكمثال : فى نهاية فترة العائد الإضافى والتى قدرها ١٠ سنوات ، إذا كان صافى ربح التشغيل بعد الضرائب للشركة = مليون دولار ، وكان المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال = ١٠٪ ، فإن القيمة المستقبلية المتبقية للشركة = مليون دولار / (٠,١٠) = ١٠ مليون دولار ، وهذا المبلغ سوف يتم خصمه للحصول على القيمة الحالية بمعامل الخصم الذى يساوى ١,٠ مقسوما على (١,٠ + المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة) وهذا المجموع مرفوع إلى ١٠ = ١,٠ ÷ (١,٠ + ٠,١) ١٠ = (٠,٣٨٥٥) . أى أن القيمة المتبقية = ١٠ مليون دولار × ٠,٣٨٥٥ = ٣٨٥٥٠٠٠ دولار .

٢. يشرح " مالكيل " كيف أن هبوط سوق الأسهم بمقدار ٥٠٨ نقطة (٢٢,٦٪) فى ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ يمكن أن يكون سببه الرئيسى هو الزيادة فى كل من معدلات الفائدة وعلاوة مخاطر الأسهم (صفحات ٢٠٣ - ٢٠٦) .

٣. " سيجل " صفحة ٩٥ .



الفصل

التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة

الإخوة الصينيون الخمسة

هل تتذكر الحكاية الشعبية " الإخوة الصينيون الخمسة " ؟ على الرغم من تشابههم فى المظهر ، فإن كلاً منهم كان يتمتع بميزة أو قدرة فريدة من نوعها . أحدهم لا يمكن حرقه . وآخر يمكنه أن يمسك أنفاسه لوقت غير محدد . وآخر له رقبة مصنوعة من الحديد . أفهمت الفكرة ؟ من خلال استخدام المواهب الفردية الخمسة جميعًا ، نجح الإخوة الصينيون الخمسة فى الهروب من كل شكل من أشكال التعذيب التى حاول القرويون الذين شعروا بالغيرة منهم ابتكارها ، وهكذا عاش الإخوة الصينيون الخمسة بسعادة إلى الأبد .

وبالمثل ، فى نظام التدفقات النقدية المخصومة ، سوف تؤدى خمسة مقاييس للتدفقات النقدية إلى نهايات سعيدة فى محفظتك من الأسهم . وتتمثل المقاييس الخمس للتدفقات النقدية التى نعتمد أو نركز عليها فى : معدل النمو . وهامش صافى ربح التشغيل . ومعدل الضريبة على

الدخل للشركة ، وصافى الاستثمار ، والاستثمار التراكم لرأس المال العامل . وتعد هذه المقاييس للتدفقات النقدية أكثر المدخلات أهمية فى تحديد التدفقات النقدية الحرة للشركة ، وتمثل التدفقات النقدية الحرة للشركة الفارق بين التدفقات النقدية الداخلة للشركة ، وتلك التدفقات النقدية الخارجة منها .

التدفقات النقدية الحرة للشركة = التدفقات النقدية الداخلة – التدفقات النقدية الخارجة

من الطبيعى أن يؤثر العديد من قرارات التشغيل الخاصة بالشركة فى هذه المقاييس المتعلقة بالتدفقات النقدية بطريقة أو بأخرى . كما أن القرارات المرتبطة بالمرتبات والحوافز التنفيذية ، والموردين الجدد تؤثر فى صافى هوامش ربح التشغيل . فى حين أن القرارات المتعلقة بمصروفات البحث والتطوير والمنتجات الجديدة وشركات الإعلان تؤثر فى معدلات النمو والميزة التنافسية وصافى هوامش ربح التشغيل وصافى الاستثمار . وتؤثر خيارات الإدارة فى المتغيرات كل يوم داخل الشركات الكبيرة .

يبين لك هذا الفصل كيف تؤثر المقاييس الخمسة للتدفقات النقدية فى قيمة المؤسسة ، وهذا هو بيت القصيد . أحيانًا ما تكون عملية تقييم التدفقات النقدية عملية مملة ، ولكنها أهم جزء فى عملية الاستثمار . وخلال عملية تقييم التدفقات النقدية ، سوف تتعلم الكثير عن الشركة التى تقوم بتقييمها . وسوف ندرس هنا شركة سيسكو (www.cisco.com/) ونناقش المدخلات التى نستخدمها لتقدير التدفقات النقدية المتوقعة لشركة سيسكو .

معدلات النمو وفترة العائد الإضافى

عندما نتحدث عن النمو فى سياق التقييم ، فإننا نهتم كثيرًا بنمو عوائد وأرباح الشركة . ويعتبر النمو فى العوائد نتيجة لـ ....

- نمو الإيرادات التى تحقق المزيد من التدفقات النقدية الداخلة للشركة .

- انخفاض فى المصروفات وزيادة فى صافى هوامش ربح التشغيل ، والتى ينتج عنها أموال أقل تدفقًا خارج الشركة .
- الجمع بين الإيرادات المتزايدة والمصروفات المتدنية .

فى حالة تساوى الأشياء الأخرى كافة ، يفضل مديرو الشركات ومحللو وول ستريت أن يكون نمو الإيرادات هو السبب فى الزيادة فى العوائد .

ونحن نحاول أن نحافظ على عملية التقييم بسيطة قدر الأمكان على الأقل بالنسبة للجزء الأول من تقييم أحد الأسهم . إذا افترضنا أن مدخلات التقييم سوف تظل مستمرة بمرور الوقت (وهو ما يعنى أن صافى هامش ربح التشغيل وصافى معدلات الاستثمار ومعدل ضريبة الدخل لا تتغير خلال فترة العائد الإضافى) عندئذ فإن النمو فى التدفقات النقدية للشركة سوف يظل كما هو سواء طبقنا معدل النمو المفترض بطريقة مباشرة على الإيرادات ، أو إذا قمنا بتغيير كل من نمو الإيرادات وصافى هوامش ربح التشغيل للوصول إلى معدل نمو ملائم للعوائد . ومن الأسهل بكثير استخدام معدل نمو إيرادات مستمر لمضاعفة نمو العوائد بدلاً من تغيير مجموع المدخلات . فى عمليات التقييم الأكثر تفصيلاً والتى سنقوم بها فى الفصل الثامن سوف نقوم بتغيير المدخلات بمرور الوقت حتى يمكن الوصول إلى النمو من خلال الجمع بين الإيرادات المتزايدة وصافى هامش ربح التشغيل المنخفض . والآن ، لنحافظ على الأشياء بسيطة ونفترض أنه عندما نناقش النمو ، فإننا سوف نقوم بتطبيق معدل النمو على إيرادات الشركة .

يعد الإيراد الجارى للشركة والنمو المتوقع للإيرادات (إيجابيًا كان أو سلبيًا) خلال فترة العائد الإضافى مدخلات على قدر كبير من الأهمية عند تقييم إحدى الشركات . وتعتبر هذه المدخلات الخطوة الأولى فى التنبوء بالتدفقات النقدية المتوقعة للشركة . ويعد مصطلح معدل نمو الإيرادات سهل التفسير . أما كيفية تقديره فهى أكثر صعوبة قليلاً .

من أين نحصل على معدلات النمو ؟ هل لابد أن تكون عرافاً حتى تصل إلى تنبؤ جيد ؟ قد يكون هذا مفيدًا لكن بحمد الله ليس ضروريًا . بعض المواقع على شبكة الإنترنت مثل Yahoo Finance ، First Call ،

Zacks بها توقعات عن نمو الأرباح أو العوائد المتوقعة لمدة خمس سنوات . كما أن العديد من شركات السمسرة فى وول ستريت يمكنها التنبؤ أيضًا بهذه التدفقات . وقد يكون تاريخ المؤسسة فى الفترة الأخيرة واتجاه النمو بمثابة مؤشر أساسى جيد للنمو المتوقع .

معدلات النمو: أسهم القيمة فى مقابل أسهم النمو والعودة إلى المتوسط

كما أن العلم يخبرنا بأن الكون لا يمكن أن يستمر فى التمدد للأبد ، يخبرنا علماء الرياضيات بأن أى مؤسسة لا يمكن أن تنمو للأبد بمعدل أعلى بكثير من معدل نمو الاقتصاد الذى تعمل فيه المؤسسة . من المستحيل بالنسبة لإحدى الشركات أن تنمو عملياتها كل عام بمعدل نمو مرتفع غير معقول . وقد احتفظت بعض الشركات مثل سيسكو وتايكو بمعدلات نمو مرتفعة خلال التسعينات من خلال شراء النمو - الاستحواذ على شركات أصغر بأسعار مرتفعة ودمج هذه الشركات فى الشركة الأم ـ إلا أن شراء الشركات عالية النمو كان له تكلفة كبيرة على الأسهم الصادرة حديثًا بمعرفة الشركة لتمويل شراء الشركة المستهدفة والتخفيف التالى للأسهم المتداولة للشركة .

وحيث إن أسهم النمو تتميز بنسبة سعر إلى الأرباح مرتفعة ، ونسبة قيمة دفترية إلى قيمة سوقية منخفضة ، فإنها لا تظل أسهم نمو إلى الأبد . فى النهاية ، تحل التكنولوجيا الجديدة محل القديمة ، وتصل حماية براءة الاختراع إلى نهايتها ، ويدخل المنافسون ساحة المعركة ويعملون على انخفاض الحصة السوقية ، ويقللون هوامش الأرباح بنسبة معقولة . إن دلائل النجاح التى بدت مشرقة ذات مرة بالنسبة للشركة وللصناعة لم تعد كذلك . باختصار ، سرعان ما تصبح أسهم النمو أسهمًا عادية . وقد تصبح أسهم قيمة ؛ لذلك من الخطأ أن تستخدم معدل نمو مرتفع للغاية لفترة طويلة من الوقت عند تقييم أحد الأسهم . وقد يكون هذا خطأ مكلفًا جدًا . ففى النهاية ، تبدأ معدلات النمو لكافة الشركات فى الاقتراب من معدل النمو العام للاقتصاد الذى تعمل فيه الشركات .

معدلات نمو المحللين

عمومًا يكون المحللون فى وول ستريت متفائلين وتقديراتهم لمعدلات النمو تؤكد ذلك . فى دراسة[١] قام بها مجلس محافظى بنك الاحتياطى الأمريكى فى عام ١٩٩٩ تمت مراجعة توقعات المحللين لمعدل نمو العوائد السنوية لكل سهم من أسهم مؤشر إس آند بى ٥٠٠ خلال فترة ١٨ عامًا من ١٩٧٩ وحتى ١٩٩٦ . وقد جدت الدراسة أن توقعات المحللين تجاوزت معدل النمو الفعلى فى ١٦ من فترة ١٨ سنة هى فترة البحث ، وبمتوسط نمو قدره ٩٪ . وهذا فارق كبير فى التوقعات عن الواقع مما يؤكد وجود انحراف متزايد لتقديرات نمو المحللين .

إذا كانت تقديرات المحللين على مدى عام بعيدة جدًا ومبالغ فيها . فماذا عن تقديراتهم فى الأجل الطويل ؟ وما السبب وراء اهتمامنا بتقديرات المحللين ؟ أسئلة جيدة . تؤثر توقعات أداء الاقتصاد فى المستقبل فى أسعار الأسهم . وإذا لم نفسر أو نعلل هذه التوقعات بطريقة سليمة ، لن نكون قادرين على تقدير الأسهم مرتفعة أو منخفضة الثمن حاليا . فى الحقيقة ، يستخدم " ألفريد رابابورت " ، و " ميشيل جيه . موبوسون " فى كتابهما : Expectations Investing أسعار الأسهم موضع الدراسة لتحديد توقعات السوق بالنسبة للنمو فى العوائد .

معدلات النمو: توصياتنا

عند تقييم أحد الأسهم ، ينبغى أن ننظر إلى سيناريوهات تعتمد على معدلين مختلفين للنمو على الأقل . يستخدم تقييمنا الأول معدل نمو معتمدًا على تقديرات المحللين ، والتى ندرك أنها متفائلة ، وغالبًا ما ينتج عنها قيمة مرتفعة . ويستخدم تقييمنا الثانى معدل نمو أكثر تحفظًا ، والذى عادة ما يعتمد على معدل النمو المتوقع للاقتصاد الذى تعمل فيه الشركة (من ٣٪ إلى ٥٪ للأسهم الأمريكية) والتى عادة ما ينتج عنها تقييم منخفض . فى حالة تساوى كل الأشياء الأخرى ، تمثل هاتان القيمتان أساساً للقيمة الحقيقية . وهناك معدل نمو ثالث غالبًا ما نقوم بمراجعته ، وهو معدل النمو المتوقع بالنسبة للصناعة أو القطاع الذى تعمل فيه الشركة .

إذا كان سعر السهم أعلى من أعلى تقييم له ، نتجنب شراء السهم أو نقوم ببيعه . وإذا كان سعر السهم يقع بين أعلى وأقل تقييم ونعتقد بوجود فرصة معقولة عن أن أرباح الشركة سوف تساوى أو تتجاوز تقديرات المحللين ، نفكر فى شراء السهم . أما إذا كان سعر السهم أقل من أقل تقييماتنا ، نعتبر هذا السهم فرصة شراء جيدة ، لكن بعد التأكد من صحة هذا التحليل بالطبع .

معدل نمو إيرادات شركة سيسكو

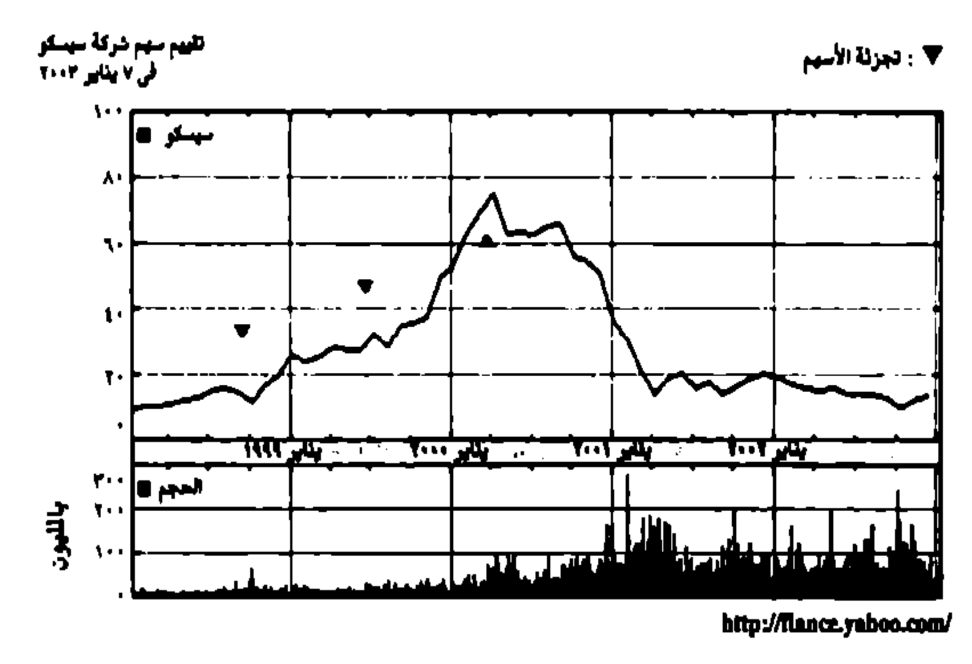
إن شركة سيسكو سيستمز هى الشركة التى سنقوم بتقييمها على مدى الفصلين التاليين . تقدم الشركة خطًا كبيرًا من المنتجات الخاصة بنقل المعلومات أو البيانات ، والصوت والصورة ، سواء كان حول العالم على شبكة الإنترنت أو داخل شبكات الإنترنت الخاصة . وتقوم شركة سيسكو بصناعة أجهزة الاتصالات ، والخادمات ، وتكنولوجيا التحويل ، وأمان الشبكة وشبكات العمل البصرية ، وبرامج الإدارة . وتقوم الشركة بتسويق منتجاتها من خلال قوة البيع المباشرة ، وكذلك من خلال أنظمة توزيع أخرى . ويشمل المنافسون للشركة: شركة ألكاتيل ، وليوسنت ، ونورتل نت وورك ، وسيمنس إيه جى ، وسيينا ، وشركة إيركسون . وقد حققت شركة سيسكو إيرادات قدرها ١٨٩١٥ مليون دولار (صافى مبيعات) فى عام ٢٠٠٢ ، ٨٣٪ منها كانت من مبيعات المنتجات ، ١٧٪ كانت من مبيعات الخدمات .

فى التسعينات ارتفع سعر سهم شركة سيسكو وهو أحد أسهم شركات التكنولوجيا الرائدة فى مجال الإنترنت إلى طبقات الجو العليا . وفى عام ٢٠٠٠ ، عندما كان السهم فى أعلى نقطة له ، كانت الحصة السوقية من الأسهم للشركة هى أكبر حصة لأى شركة فى العالم ، ووصلت إلى ٦٠٠ مليار دولار ! ومنذ هذا الارتفاع ، هبطت حصة الشركة من الأسهم فى السوق بنسبة ٨٣٪ وهى الآن عند ٩٧,٨ مليار دولار . وعند هذا المستوى ، يباع سهم شركة سيسكو بنسبة سعر إلى الأرباح قدرها ٥٣ ٪ وبنسبة سعر إلى المبيعات تزيد عن ٥ ٪ ، ولا تزال الشركة غنية وفقًا للمعايير التاريخية . فى ٦ أغسطس ٢٠٠٢ ، أعلنت الشركة أنها قامت بزيادة برنامج إعادة شراء الأسهم لديها بمقدار ٥ مليار دولار ، وبالتالى الموافقة

على إعادة شراء ما قيمته ٨ مليار دولار من الأسهم . ويتضمن الرسم (٥ ـ ١) رسمًا بيانيًا لسعر سهم شركة سيسكو .

لقد قمنا بتحميل التقرير السنوى لشركة سيسكو لعام ٢٠٠٢ من موقعها على شبكة الانترنت وأعدنا وضع قائمة الدخل لعام ٢٠٠٢ كما فى الرسم (٥ ـ ٢) .

لكى نصل إلى وجهة نظر متكاملة عن نمو وأداء شركة سيسكو على مدى السنوات ، استخدمنا مصادر معلومات أخرى لتشمل خمس سنوات من بيانات الإيرادات (يحتوى التقرير السنوى على بيانات عن الإيرادات لمدة ثلاث سنوات فقط) . فى الجدول (٥ ـ ١) انظر وتأمل فى نمو إيرادات شركة سيسكو من ٦٤٥٢ مليون دولار فى ١٩٩٧ إلى ١٨٩١٥ مليون دولار فى عام ٢٠٠٢ ـ زيادة قدرها ثلاثة أضعاف خلال فترة السنوات الخمس .



الرسم ٥ ـ ١ رسم بيانى لسعر سهم شركة سيسكو لمدة خمس سنوات

بيان مجمع للعمليات

(الأرقام بالمليون ، فيما عدا المبالغ لكل سهم) .

نهاية العام	٢٧ يوليو ٢٠٠٢	٢٨ يوليو ٢٠٠١	٢٩ يوليو ٢٠٠٠
صافي المبيعات			
منتجات	١٥٦٦٩ دولار	١٩٥٥٩دولار	١٧٠٠٢دولار
خدمات	٣٢٤٦	٢٧٣٤	١٩٢٦
إجمالي صافي المبيعات	١٨٩١٥	٢٢٢٩٣	١٨٩٢٨
تكلفة المبيعات			
منتجات	٥٩١٤	١٠١٩٨	٥٩٧٠
خدمات	٩٨٨	١٠٢٣	٧٧٦
إجمالي تكلفة المبيعات	٦٩٠٢	١١٢٢١	٦٧٤٦
إجمالي هامش الربح	١٢٠١٣	١١٠٧٢	١٢١٨٢
مصروفات التشغيل			
أبحاث وتطوير	٣٤٤٨	٣,٩٢٢	٢٧٠٤
مبيعات وتسويق	٤٢٦٤	٥,٢٩٦	٣٩٤٦
عامة وإدارية	٦١٨	٧٧٨	٦٣٣
تكاليف إعادة هيكلة وتكاليف خاصة أخرى	-	١,١٧٠	-
استهلاك الشهرة	-	٦٩٠	١٥٤
استهلاك الأصول غير الملموسة المشتراة	٦٩٩	٣٦٥	١٣٧
أبحاث وتطويرات جارية	٦٥	٨٥٥	١٣٧٣
إجمالي مصروفات التشغيل	٩٠٩٤	١٣٠٧٦	٨٩٤٧
دخل التشغيل (خسارة)	٢,٩١٩	٢٠٠٤	٣٢٣٥
فوائد ودخل آخر (خسارة) صافي	٢٠٩	١١٣	١١٠٨
الدخل (خسارة) قبل مخصصات ضريبة الدخل	٢٧١٠	٨٧٤	٤٣٤٣
مخصصات ضريبة الدخل	٨١٧	١٤٠	١٦٧٥
صافي الدخل (خسارة)	١٨٩٣ دولار	١,٠١٤ دولار	٢٦٦٨ دولار
صافي الدخل (خسارة) لكل سهم - أساسي	٠,٢٦ دولار	٠,١٤ دولار	٠,٣٩ دولار
صافي الدخل (خسارة) لكل سهم- مخفف	٠,٢٥ دولار	٠,١٤ دولار	٠,٣٦ دولار
الأسهم المستخدمة في حساب لكل سهم – أساسي	٧,٣٠١	٧,١٩٦	٦,٩١٧
الأسهم المستخدمة في حساب لكل سهم – مخفف	٧٤٤٧	٧١٩٦	٧٤٣٨

الرسم ٥ـ٢ قائمة دخل شركة سيسكو لعام ٢٠٠٢

من السهل حساب معدل النمو السنوى فى الإيرادات ـ فقط عليك بقسمة إيرادات إحدى السنوات على إيرادات العام السابق ، ثم اطرح ١,٠ . على سبيل المثال : تم حساب معدل نمو عام واحد لشركة سيسكو من خلال قسمة إيرادات عام ٢٠٠١ وقدرها ٢٢٢٩٣ مليون دولار على إيرادات عام ٢٠٠٠ للشركة ، وقدرها ١٨٩٢٨ مليون دولار وطرح ١,٠ . وبصورة حسابية نحصل على التالى :

(٢٢٢٩٣ دولار ÷ ١٨٩٢٨ دولار) ـ ١.٠ = ١.١٧٨ ـ ١.٠ = ٠.١٧٨ =
معدل نمو قدره ١٧.٨ ٪ .

وحتى لو كانت معدلات النمو سلبية كما حدث مع شركة سيسكو فى عام ٢٠٠٢، تطبق نفس المعادلة . وعندئذ يكون معدل نمو شركة سيسكو لعام ٢٠٠٢ كالتالى :

(١٨٩١٥ دولار ÷ ٢٢٢٩٣ دولار) ـ ١.٠ = ٠.٨٤٨٥ ـ ١.٠ = (١٥,١٥) ٪

كان متوسط معدل نمو الإيرادات لمدة خمس سنوات لشركة سيسكو ٢٦,٦٢٪ فى حين كان معدل النمو السنوى المركب[٣] هو ٢٤ ٪ . تذكر المبدأ رقم (٥) فى الفصل الثانى . من الدقة والأكثر تحفظاً أن تعتمد على معدلات النمو السنوية المركبة بدلاً من متوسط معدلات النمو البسيطة ، والتى تزيد من تقدير الأداء الفعلى للسهم .

كيف كان أداء أرباح شركة سيسكو خلال تلك الفترة ؟ انخفض هامش أرباح تشغيل شركة سيسكو من ٢٤,٩٪ فى عام ٢٠٠٠ إلى ٤,٨٪ فى عام ٢٠٠١ ، ثم ازداد إلى ١٩,٥٪ فى عام ٢٠٠٢ . وانخفض صافى دخل التشغيل من ٤٧١٩ مليون دولار فى عام ٢٠٠٠ إلى ١٠٧٦ مليون فى عام ٢٠٠١ قبل أن يرتد إلى ٣٦٨٣ مليون دولار فى عام ٢٠٠٢ . وسوف نتحدث عن هامش صافى ربح التشغيل ، وصافى ربح التشغيل فى الجزء التالى .

الجدول ٥ـ١ شركة سيسكو سيستمز

إيرادات خمس سنوات (الأرقام بالمليون دولار)			
السنة	**الإيراد**	**مقدار الزيادة بالدولار**	**نسبة الزيادة ٪**
٢٠٠٢	١٨٩١٥ $	-٣٣٧٨	-١٥,١٥٪
٢٠٠١	٢٢٢٩٣	٣٣٦٥	١٧,٧٨٪
٢٠٠٠	١٨٩٢٨	٦٧٥٥	٥٥,٤٩٪
١٩٩٩	١٢١٧٣	٣٦٨٥	٤٣,٤١٪
١٩٩٨	٨٤٨٨	٢٠٣٦	٣١,٥٦٪
١٩٩٧	٦٤٥٢	-	-
متوسط معدل نمو لمدة خمس سنوات			٢٦,٦٢٪
متوسط مركب لمعدل النمو لمدة خمس سنوات			٢٤,٠٠٪

لا تعتبر معدلات النمو المنكمشة وهوامش الدخل المتناقصة والأرباح المنخفضة علامات جيدة بالنسبة لنمو السهم . وقد بدا جليًا أن المنافسين يهاجمون بنجاح مجال معدات الإنترنت ـ حيث كانت شركة سيسكو ذات مرة هي المورد المهيمن ـ وأن الطلب على منتجات الشركة قد وهن . كما أنه مع زيادة حجم الشركة يصبح من الصعب جدًا الاستمرار في النمو بمعدل نمو مرتفع بطريقة غير عادية . يجب أن تقترب معدلات النمو في النهاية أو تنخفض عن معدل نمو الاقتصاد . يجب أن يحدث هذا حتى ولو كانت شركة سيسكو أكبر شركة في مجالها .

من السهل أيضًا بالنسبة لأى مدير تنفيذى أن يتحدث عن الإيرادات ونمو العوائد ، من أن يقوم بتطوير المنتجات والسياسات التى تنجز بالفعل هذا النمو . وأنت كمستثمر يجب عليك إلقاء نظرة على حديث العلاقات العامة فى الماضى ، وكن واقعيًا فى تقديرات النمو ، واحترس فيما يتعلق بمدى معقولية توقعات النمو وتأثيرها على قيمة السهم .

ماذا عن معدلات نمو شركة سيسكو ؟ كما ناقشنا سابقًا فى هذا الجزء ، يتحدث معظم المستثمرين وينظرون إلى نمو الشركة فى العوائد أو

الأرباح مقارنة بإيراداتها . سوف يأتى النمو فى العوائد من أحد مصدرين : النمو فى الإيرادات ـ يعرف بالمصدر الأول للنمو (لأن الإيرادات هى القيد الأول فى قائمة الدخل) ، أو النمو فى دخل التشغيل كنتيجة لوجود هامش صافى أرباح تشغيل مرتفع ـ ويعرف بالمصدر الأدنى للنمو (لأن دخل التشغيل يقع فى أسفل قوائم الدخل) . يمكن أن ينتج النمو فى التشغيل إما بسبب الإيرادات المرتفعة ؛ أو فى ظل البيئة التى ينخفض فيها الحجم ، أى عند حدوث انخفاض فى التكاليف .

ولا يهم إذا ما كان مصدر الأرباح هو النمو فى الإيرادات أو صافى أرباح تشغيل مرتفعة ، ولا يؤثر كذلك فى تقييمنا للشركة . كما أن مصدر الأرباح والعوائد لا يؤثر كثيراً فى عملية تحليل التدفقات النقدية المخصومة .

عند تقييم أحد الأسهم ، يتم استخدم كافة المعلومات المتاحة والمعلن عنها فى الفترة الأخيرة عن الشركة ، وهذا يعنى أننا نقوم بفحص التقرير ربع السنوى الأخير والنشرات الخاصة بالعوائد . كما تقوم العديد من الشركات بنشر هذه التقارير على مواقعها على شبكة الإنترنت . كما يعتبر موقع هيئة الرقابة والإشراف أيضًا مستودعًا رئيسيًا للمعلومات السنوية وربع السنوية عن الشركات . ويقدم آخر تقرير ربع سنوى مؤشراً جيدًا عن توقعات الإيرادات والعوائد للشركة . ويقوم المحللون بتغطية محتويات هذه التقارير ربع السنوية والنشرات الخاصة بالعوائد . عادة ما تحدث مفاجأة سلبية نتيجة الهبوط غير المعقول فى سعر أحد الأسهم . كما قد تحدث مفاجأة إيجابية نتيجة قفزة غير متوقعة فى سعر أحد الأسهم .

ما السبب وراء وجود مثل ردود الأفعال الكبيرة تلك بالنسبة لمثل تلك المفاجآت الصغيرة نسبيًا فى العوائد ؟ تذكر أن قيمة أحد الأسهم تعتمد بقدر كبير على التدفقات النقدية المتوقعة فى المستقبل . إذا هبطت معدلات النمو أو انخفض صافى هوامش ربح التشغيل ، عندئذٍ يقوم المحللون والمستثمرون بوضع هذه الأرقام المنخفضة داخل نموذج تسعير التدفقات النقدية المخصومة ، وهنا قد يكون التغير الناتج فى القيمة الحقيقية كبيراً .

للمحافظة على هذا المثال بسيطًا . سوف نركز على التقرير السنوى لشركة سيسكو وندخر استخدام البيانات ربع السنوية . ومفاجآت العوائد

لحين الحديث عن التقييم فى الفصل الثامن . ماذا يقول المحللون فى وول ستريت عن معدلات النمو المستقبلية المتوقعة ؟ فى ١٤ أغسطس من عام ٢٠٠٢ ، قمنا بمراجعة تقديرات المحللين بالنسبة لشركة سيسكو ، وذلك بالدخول إلى موقع Yahoo Finance(http://finance.yahoo.com/) ويستخدم هذا الموقع بيانات بحثية مقدمة من كل من شبكة Thomson Financial ، First Call ، وعند أخذ آراء المحللين الأربعين الذين تتبعوا شركة سيسكو وجدوا أن ١٣ محللاً يصنفون أسهم الشركة على أنها أسهم قوية تغرى بالشراء ، بينما كان رأى ١٧ محللاً آخر أن تلك الأسهم جيدة ويستحسن شراؤها ، فى حين أن ١٠ محللين منهم يصنفونها على أنها أسهم تصلح للاحتفاظ . كما كان تقدير النمو فى العوائد فى الأجل الطويل (٥ سنوات) هو ٢٠٪ سنويًا . لقد قمنا أيضًا بالرجوع إلى موقع شركة Zacks (www.zacks.com/) للحصول على تقديرات مفضلة للمحللين عن شركة سيسكو ، ووجدنا تقديرات نمو لخمس سنوات قدرها ٢٠,٠٥٪ .بالنسبة لنا، إن تقديرات نمو قدرها ٢٠٪ تعد مبالغًا فيها ، ولكننا سوف نستخدمها للوصول إلى أعلى تقدير للقيمة الحقيقية لسهم شركة سيسكو .

لنفترض أن استراتيجية شركة سيسكو على شبكة الإنترنت تروق لنا ونؤمن بأن نمو إيرادات أكبر سوف يتبع ذلك خاصة وهى تسيطر بأجهزتها على العالم أجمع . وبغرض السهولة ، ولكى نتماشى مع تقديرات المحللين ، سوف نستخدم معدل نمو إيرادات قدره ٢٠٪ ، وهو افتراض متهور أو مبالغ فيه فى ضوء نمو إيرادات شركة سيسكو خلال السنوات الثلاث الماضية ـ من ٥٥٪ إلى ١٧٪ إلى ١٥٪ ـ من الواضح أنه ليس اتجاهًا ايجابيًا . وكذلك سوف نقوم أيضا بتقديم بعض الافتراضات أكثر تحفظًا من خلال تخيل السيناريو التالى : ماذا يحدث فى حالة النمو بمقدار ٥٪ ، وهو ما يتوافق مع النهاية العظمى لنمو الاقتصاد الأمريكى .

فترة العائد الإضافى: توصياتنا

حتى ولو كانت الشركة شركة عظيمة جديرة بفترة عائد إضافى قدرها ١٠ سنوات . كثيرًا ما نقوم أيضًا بمراجعة كيفية استجابة وتأثير القيمة الحقيقية لسهم الشركة فى حالة انكماش الطلب على منتجات الشركة

وانخفاض فترة العائد الإضافى . عندما نقوم بتقييم إحدى الشركات باستخدام برنامج ValuePro2002، يمكن أن نرى بسهولة كيف أن تخفيض فترة العائد الإضافى للشركة من ١٠ إلى ٧ ثم إلى ٥ سنوات تؤثر فى القيمة الحقيقية بشكل واضح . فى مواقف معينة ، ينتج عن تخفيض فترة العائد الإضافى زيادة فى قيمة السهم . ويحدث هذا عندما تكون الشركة تكسب على استثماراتها الجديدة حاليًا أقل من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لديها . إن تخيل السيناريوهات المقترحة بخصوص فترة العائد الإضافى للشركة يمنحك الفرصة لرؤية كيفية تأثير التدفقات النقدية على قيمة السهم بشكل فعلى .

فترة العائد الإضافى لشركة سيسكو

تذكر قاعدة ١ ، ٥ ، ٧، ١٠ الموجودة فى الفصل الرابع . إننا نعتقد أن سيسكو شركة رائعة جديرة بفترة عائد إضافى قدرها ١٠ سنوات . لماذا ؟

لأنه يجب أن يتوافق طول فترة العائد الإضافى مع الفترة الزمنية التى يتوقع المستثمر خلالها أن تكون استراتيجية الشركة ناجحة . وهذا يعنى أن تلك الاستراتيجية سوف تحقق تدفقات نقدية حرة ـ أى سوف تحقق معدل عائد على الاستثمارات الجديدة يزيد عن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة . الاستراتيجيات التى تعتمد على حماية براءة الاختراع ، أو قنوات التوزيع الكبيرة ، أو العلامات التجارية ، والقيمة يجب أن تحظى بفترة عائد إضافى طويلة نسبيًا .

تحظى شركة سيسكو بمنتجات رائعة وعلامة تجارية معروفة وقنوات توزيع ذات كفاءة . ومع ذلك ، يبدو أن المنافسين يقومون بالتسلل إلى الأسواق التى سيطرت عليها سيسكو لسنوات . لقد أدت المنافسة الشديدة فى أسواق أجهزة الإنترنت إلى انكماش هوامش الأرباح وانخفاض نمو المبيعات . ومع ذلك ، لا نزال نعتقد أن سيسكو فى موقع جيد فى مجال الصناعة التى تعمل فيها ، وسوف نستخدم فترة عائد إضافى قدرها ١٠ سنوات فى أثناء مراجعة باقى تحليل التدفقات النقدية .

مدخلات التقييم المرتبطة بنمو الإيرادات وفترة العائد الإضافى

اعتبارًا من ١٤ أغسطس ٢٠٠٢، سوف تكون مدخلاتنا المتعلقة بالإيرادات ومعدل نمو الإيرادات وفترة العائد الإضافى فى شاشة الإدخال (انظر الرسم ٥ ـ ٥ فى هذا الفصل) كما يلى :

الرسم ٥ـ٢ شركة سيسكو للأنظمة

قائمة إيرادات متوقعة

(الأرقام بالمليون دولار)

السنة	الإيرادات	الزيادة بالدولار	نسبة الزيادة
٢٠٠٢	$١٨٩١٥	–	–
٢٠٠٣	$٢٢٦٩٨	$٣٧٨٣	٪٢٠,٠٠
٢٠٠٤	$٢٧٢٣٨	$٤٥٤٠	٪٢٠,٠٠
٢٠٠٥	$٣٢٦٨٥	$٥٤٤٨	٪٢٠,٠٠
٢٠٠٦	$٣٩٢٢٢	$٦٥٣٧	٪٢٠,٠٠
٢٠٠٧	$٤٧٠٦٧	$٧٨٤٤	٪٢٠,٠٠
٢٠٠٨	$٥٦٤٨٠	$٩٤١٣	٪٢٠,٠٠
٢٠٠٩	$٦٧٧٧٦	$١١٢٩٦	٪٢٠,٠٠
٢٠١٠	$٨١٣٣١	$١٣٥٥٥	٪٢٠,٠٠
٢٠١١	$٩٧٥٩٧	$١٦٢٦٦	٪٢٠,٠٠
٢٠١٢	$١١٧١١٧	$١٩٥١٩	٪٢٠,٠٠

الإيرادات (بالمليون دولار)	١٨٩١٥دولار
معدل نمو الإيرادات (٪)	٪٢٠,٠
فترة العائد الإضافى (بالسنوات)	١٠

أخذاً في الاعتبار المدخلات المذكورة أعلاه ، سوف نحصل على قائمة الإيرادات المتوقعة خلال فترة العائد الإضافي ، وقدرها ١٠ سنوات لشركة سيسكو كما هو موضح في الجدول (٥ ـ ٢) . كما سنوضح لك أيضًا شاشة Pro Forma كما هي مستخرجة من برنامج ValuePro 2002 في نهاية هذا الفصل . (انظر الرسم ٥ ـ ٦) .

يسمح أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة بإضافة مدخلات سنوية لمعدلات نمو الإيرادات على مدى فترة العائد الإضافي . على سبيل المثال ، يمكن أن تعتمد تحليلات التقييم على معدلات النمو المتزايدة أو المتناقصة بمرور الوقت ، يمكنها تقبل أو استيعاب افتراضات نمو عديدة متعددة المراحل . وسوف نناقش أساليب النمو متعددة المراحل في الفصل الثامن .

صافي هامش ربح التشغيل وصافي ربح التشغيل

في هذا الجزء ، تبدأ المصطلحات في التدفق بغزارة . يساوي صافي هامش ربح التشغيل صافي ربح التشغيل للشركة مقسومًا على إيرادات التشغيل ـ أي الدخل من العمليات المستمرة . ولكي نصل إلى هذه النسبة ، نأخذ إيرادات التشغيل ، ونطرح منها تكاليف البضاعة المباعة ، وكذلك مصروفات البيع ، والمصروفات العامة والإدارية ، وتكاليف البحث والتطوير ، بعدها نقوم بقسمة الرقم الناتج على إيرادات التشغيل .

$$\text{صافي هامش ربح التشغيل} =$$

$$= \frac{\text{إيرادات التشغيل} - (\text{تكاليف البضاعة} - \text{مصروفات البيع والمصروفات الإدارية} - \text{تكاليف البحث والتطوير})}{\text{إيرادات التشغيل}}$$

$$\frac{\text{صافي ربح التشغيل}}{\text{إيرادات التشغيل}}$$

تأتى البيانات الخاصة بتكاليف البضاعة ومصروفات البيع والمصاريف الإدارية وتكاليف البحث والتطوير أيضًا من قائمة دخل الشركة . ويعتبر صافى هامش ربح التشغيل للشركة عنصرًا مهمًا فى تحديد القيمة الحقيقية لسهم الشركة .

إذا كان صافى هامش ربح التشغيل سلبيًّا أو غير كافٍ لتغطية صافى الاستثمار المطلوب لدعم نمو الشركة ، فإن هناك احتمالاً كبيرًا أن تكون القيمة الحقيقية للشركة تساوى صفرًا ـ وهو ما لا يمثل رقمًا جيدًا إذا كنت من حملة الأسهم . ومن الواضح أن الشركة لن تستمر فى العمل أو التشغيل للأبد بطريقة تدمر ثروة حملة الأسهم . ويجب هنا توخى الحذر حيث إن أسلوب التدفقات النقدية المخصومة بعوائد التقييم قد ينتج عنها قيمة حقيقية تساوى صفرًا إذا لم تحقق الشركة تدفقات نقدية إيجابية . سوف نصف كيفية تغيير معدلات النمو وهوامش الربح بمرور الوقت ؛ لذلك فإن أسلوب التدفقات النقدية المخصومة يمكن أن يقوم بتقييم بعض المواقف بطريقة غير سليمة .

كما أن هناك شركات مختلفة أيضًا قد تستخدم أسماء ومسميات مختلفة لأرقام الإيرادات والمصروفات فى تقاريرها السنوية . على سبيل المثال ، تطلق شركة سيسكو على جانب التدفقات النقدية الداخلة " صافى مبيعات " ، وتستخدم شركة ماكدونالدز مصطلح " إجمالى الإيرادات " وميكروسوفت " الإيرادات " وتستخدم شركة إنتل " صافى الإيرادات " . وقد أعلنت شركة سيسكو أن تكاليف إعادة الهيكلة والتكاليف الخاصة تعتبر جزءًا من مصروفات التشغيل . لكننا لم نتفق مع هذا ، ولم نتضمنها فى حساباتنا عند القيام بحساب صافى هامش ربح التشغيل . احذر عندما تقوم بفحص التقارير السنوية ، وتأكد من عملية جمع القيود بطريقة متجانسة !

ليست هناك هيئة أو جهة محاسبة مالية مفوضة تملى صيغة القوائم المالية التى يجب على أية شركة استخدامها . وتقوم الشركات فى الصناعات المختلفة بإعداد قوائمها المالية بطرق مختلفة . على سبيل المثال ، تعلن شركات التكنولوجيا والشركات الصناعية عن صافى هوامش أرباح التشغيل بالطريقة التى سبق وصفها . فلم يتم تضمين دخل الفوائد أو الدخل من التوزيعات ، ومصروفات الفوائد فى حساب صافى أرباح

التشغيل ، أو صافى هوامش أرباح التشغيل . وبالنسبة للشركات المالية ، يتم تضمين دخل الفوائد والدخل من التوزيعات ومصروفات الفوائد فى حساب صافى أرباح التشغيل أو صافى هوامش أرباح التشغيل . ويعطينا دليل Practitioners Publishing Guide فى المجلد الرابع من مجموعته أمثلة على القوائم المالية المتنوعة المستخدمة فى خمسين صناعة من الصناعات المختلفة[١] . وعندما تقوم بمراجعة القوائم المالية ، لا تتوقع أن تكون لدى جميع الشركات نماذج متشابهة .

صافى هوامش أرباح التشغيل : توصياتنا

بسبب الضغوط التنافسية والتكنولوجيا دائمة التغير أو الاقتصاد ككل يمكن أن يتباين صافى هامش ربح التشغيل الخاص بإحدى الشركات بصورة كبيرة من عام إلى آخر . إذا أظهرت الشركة صافى هوامش أرباح تشغيل متزايدة أو منخفضة ، فإننا نستخدم آخر صافى هامش أرباح التشغيل فى تقييمنا الأساسى . إذا كان لدى الشركة صافى هوامش أرباح تشغيل غريبة أو شاذة كتلك التى أظهرتها شركة سيسكو فى الجدول (٥ ـ ٣) التالى ، فإننا نقوم باستخدام متوسط لهوامش أرباح التشغيل للشركة على مدى السنوات الثلاثة الأخيرة .

إذا كان لدى الشركة صافى هوامش أرباح تشغيل سلبية أو منخفضة للغاية ، والتى تخلق قيمة حقيقية قدرها صفرًا ، فإننا ربما ننظر نظرة فاحصة للسهم . ربما علينا أن نتخيل سيناريوهات مختلفة ونفترض أن مجلس إدارة الشركة فى وقت من الأوقات سوف يفعل الشيء السليم . ويقوم بتغيير الإدارة . وأن الإدارة سوف تؤسس أو تضع التغيرات التى سوف تغير أداء الشركة ليصل صافى هامش ربح التشغيل إلى مستوى مماثل لهامش الأرباح المعتاد فى المجال الذى تعمل فيه الشركة من خلال النظر إلى هامش صافى ربح التشغيل لمجموعة من الشركات الأخرى فى الصناعة . إذا حدثت هذه التغيرات واعتقدنا أن هامش صافى ربح التشغيل سوف يزداد ، يمكن أن نضع أعلى هامش صافى ربح التشغيل متوقع فى عملية التقييم ، وتقييم ما يمكن أن يكون عليه قيمة سهم الشركة فى المستقبل ، ثم نستطيع أن نقرر ما إذا كان شراء أحد الأسهم

يمكن أن يكون بمثابة استثمار جيد ينطوى على مضاربة اعتمادًا على نسبة المخاطر مقابل العائد .

الجدول ٥-٢ شركة سيسكو سيستمز

بيان بصافى هوامش أرباح التشغيل لمدة ٣ سنوات (الأرقام بالمليون دولار)						
السنة	الإيرادات	تكاليف البضاعة	المصروفات الإدارية	البحوث والتطوير	صافى ربح التشغيل	هامش صافى ربح التشغيل
٢٠٠٢	١٨٩١٥	٦٩٠٢	٤٨٨٢	٣٤٤٨	٣٦٨٣	٪١٩,٤٧
٢٠٠١	٢٢٢٩٣	١١٢٢١	٦٠٧٤	٣٩٢٢	١٠٧٦	٪٤,٨٣
٢٠٠٠	١٨٩٢٨	٦٧٤٦	٤٥٧٩	٢٧٠٤	٤٧١٩	٪٢٤,٩٣
متوسط ثلاث سنوات		-	-	-	-	٪١٦,٤١

صافى هامش ربح التشغيل لشركة سيسكو

لنلق نظرة ثانية على قائمة دخل شركة سيسكو لعام ٢٠٠٢ (الرسم ٥ ـ ٢) لحساب صافى ربح التشغيل وهامش صافى ربح التشغيل على مدى السنوات الثلاث الأخيرة . (انظر الجدول ٥ ـ ٣) .

وكمثال لنقوم بحساب هامش صافى ربح التشغيل لشركة سيسكو لعام ٢٠٠٢ .

صافى ربح التشغيل = (١٨٩١٥ دولار - (٦٩٠٢ دولار + ٤٨٨٢ دولار + ٣٤٤٨ دولار)) ÷ ١٨٩١٥ دولار =

٣٦٨٣ دولار ÷ ١٨٩١٥ دولار = ٠,١٩٤٧ = ٪١٩,٤٧

لقد كان هامش صافى ربح التشغيل لشركة سيسكو شاذًا وغريبًا يتغير ما بين ٪٢٤,٩٣ فى عام ٢٠٠٠ إلى ٪٤,٨٣ فى عام ٢٠٠١ ، ٪١٩,٤٧ فى عام ٢٠٠٢ !! والآن بعد أن عرفنا كيف كان أداء الشركة فى الماضى . يجب أن نقدر أداءها المتوقع مستقبلاً . والآن ، سوف نفترض أن سيسكو

سوف تستمر فى العمل طبقاً لمتوسط الثلاث سنوات ، وهو ١٦,٤١٪ بالنسبة لهامش صافى ربح التشغيل الخاص بها فى المستقبل القريب .

مدخلات التقييم المتعلقة بهامش صافى ربح التشغيل

المدخلات المتعلقة بهامش صافى ربح التشغيل بالنسبة لبرنامج ValuePro2002 فى شاشة الإدخال الرئيسية هى :

صافى هامش ربح التشغيل (٪)	١٦,٤١٪

اعتماداً على معدل النمو طويل الأجل المتوقع للمحللين وقدره ٢٠٪ سنويا ، ونسبة ١٦,٤١٪ سنويا المقدرة لصافى هامش ربح التشغيل ، نحصل على هامش صافى ربح التشغيل وصافى ربح التشغيل المتوقع المبين فى الجدول (٥-٤) . كما أن صافى ربح التشغيل مبين أيضًا فى شاشة General Proforma . (انظر الرسم ٥ ـ ٦ الذى سوف يأتى فيما بعد فى هذا الفصل) .

يسمح أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة بإضافة مدخلات سنوية مختلفة من صافى هوامش ربح التشغيل على مدى فترة العائد الإضافى ، ويمكنه استيعاب افتراضات عديدة فى عملية التقييم . ويسمح هذا لصافى ربح التشغيل (دخل التشغيل) بأن يتنوع مع تنوع ناتج الإيرادات (مع معدلات نمو متباينة) مضروبًا فى هامش صافى ربح التشغيل (بنسب متباينة) .

كما يخبرنا أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة بعدد غير محدود من المدخلات من معدل نمو هامش صافى ربح التشغيل إلى الإيرادات ؛ وذلك لخلق المزيد من خيارات تقييم النمو بصورة أكثر مما نعتقد .

الجدول ٥-٤ شركة سيسكو سيستمز

هامش صافى ربح التشغيل وصافى ربح التشغيل المتوقع (الأرقام بالمليون دولار)			
السنة	الإيرادات	هامش صافى ربح التشغيل ٪	صافى ربح التشغيل
٢٠٠٢	١٨٩١٥ دولار	-	-
٢٠٠٣	٢٢٦٩٨ دولار	١٦,٤١٪	٣٧٢٥ دولار
٢٠٠٤	٢٧٢٣٨ دولار	١٦,٤١٪	٤٤٧٠ دولار
٢٠٠٥	٣٢٦٨٥ دولار	١٦,٤١٪	٥٣٦٤ دولار
٢٠٠٦	٣٩٢٢٢ دولار	١٦,٤١٪	٦٤٣٦ دولار
٢٠٠٧	٤٧٠٦٧ دولار	١٦,٤١٪	٧٧٢٤ دولار
٢٠٠٨	٥٦٤٨٠ دولار	١٦,٤١٪	٩٢٦٨ دولار
٢٠٠٩	٦٧٧٧٦ دولار	١٦,٤١٪	١١١٢٢ دولار
٢٠١٠	٨١٣٣١ دولار	١٦,٤١٪	١٣٣٤٦ دولار
٢٠١١	٩٧٥٩٧ دولار	١٦,٤١٪	١٦٠١٦ دولار
٢٠١٢	١١٧١١٧ دولار	١٦,٤١٪	١٩٢١٩ دولار

معدل ضريبة الدخل والضرائب المعدلة

نحن جميعًا على وعى بأن الدول والحكومات التى نعيش تحت ظلها تتفنن فى اختراع الكثير من الحيل وذلك حتى تصادر جزءًا كبيرًا من الدخل الذى نحصل عليه فى شكل ضرائب . وبالمثل ، يجب على المؤسسات أن تدفع للسلطات حيث يقومون بنشاطهم - اتحاد حكومات مركزية ، وحكومات الولايات ، والحكومات المحلية ، والحكومات الأجنبية - أموالاً من لحمهم الحى . فى حسابنا للتدفقات النقدية الحرة

للشركة ، نقوم بعمل تعديلات ملائمة للضرائب لنرى ماذا تبقى للناس الطيبين ـ " حملة الأسهم " .

يأخذ أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة صافى ربح التشغيل ، ويقوم بعمل تقدير للمدفوعات المعدلة بعد الضرائب على أساس معدل ضريبة الدخل التى تدفعها المؤسسة ، ثم يطرح الضرائب المعدلة لحساب هامش صافى ربح التشغيل . نحن نطلق عليها مدفوعات ضريبية معدلة ؛ لأن مدفوعات الضرائب الفعلية لجهات الضريبة الحكومية المتعددة تصل إليها من خلال حسابات معقدة واتباع قوانين ضرائب غامضة ، أضف إلى ذلك دفع ٦٠٠ دولار فى الساعة أتعاب محاسب الضرائب فى نيويورك . تشمل هذه الحسابات عناصر مؤجلة ومعاملات ضريبة معقدة لا يستطيع الإنسان العادى فهمها .

أحيانًا ، بسبب اكتساب ميزة من قوانين الضرائب ، يكون معدل ضريبة الشركة أقل بمقدار كبير من معدل الضريبة المفروض ـ وهو ٣٥٪ فى الولايات المتحدة . فى أحيان أخرى ، بسبب الضرائب المؤجلة ، قد يكون معدل الضريبة على الشركة أعلى بكثير من معدل الضريبة المفروضة . إذا استمرت الشركة فى تحقيق أرباح فى الأجل الطويل ، يجب أن يقترب معدل الضريبة من أقصى معدل للضريبة المفروضة .

إن التخفيضات الضريبية الخاصة بنسبة الفائدة المرتبطة بإصدارات المديونية (السندات) والحماية الضريبية التى توفرها السندات غير متضمنة فى أسلوب التدفقات النقدية الحرة . حيث يتم إدخالها ضمنياً فى عملية تقييم التدفقات النقدية الحرة من خلال تعديل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال . هذه التعديلات والتى سيتم وصفها فى الفصل السادس تقلل من تكلفة عنصر المديونية فى المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لتحويله إلى متوسط مرجح لتكلفة رأس المال بعد الضرائب .

ويكون أسلوب التدفقات النقدية الحرة لحساب هامش صافى ربح التشغيل هو أن نقوم بضرب صافى ربح التشغيل فى (١- معدل الضريبة) .

صافى ربح التشغيل بعد خصم الضرائب = صافى ربح التشغيل – قيمة الضرائب =

صافى ربح التشغيل × (١ – معدل الضريبة)

معدلات الضرائب: توصياتنا

إذا كنت تعتقد أن الشركة سوف تصبح ، أو سوف تستمر فى تحقيق أرباح، سوف تستفيد أو تستهلك الخصومات المتوالية ، وسوف تدفع فى النهاية ضرائب بمعدل طبيعى . ومن المستحسن أن تتدرب على حساب الحد الأقصى لمعدل الضريبة والبالغ حاليًا ٣٥٪ فى عملية حساب التقييم . ويعد هذا تمرينًا بسيطًا إذا كنت تستخدم برنامج للتدفقات النقدية المخصومة مثل ValuePro2002.

معدل ضريبة شركة سيسكو

لقد حددنا معدل ضريبة شركة سيسكو من قائمة دخلها من خلال قسمة الدخل قبل المبالغ المخصومة تحت حساب ضريبة الدخل على مخصصاتها لضريبة الدخل . تُظهر قائمة دخل شركة سيسكو لعام ٢٠٠٢ (انظر الرسم ٥ ـ ٢) الدخل قبل مخصصات ضرائب الدخل وقدرها ٢٧١٠ (٨٧٤) ، ٤٣٤٣ مليون دولار لأعوام ٢٠٠٢ ، ٢٠٠١ ، ٢٠٠٠ على الترتيب ، ومخصص لضرائب الدخل بمقدار ٨١٧ ، ١٤٠ ، ١٦٧٥ مليون دولار . وحيث إن شركة سيسكو كان لديها خسائر فى عام ٢٠٠١، فإن حساب المعدل لهذا العام يكون غير ذى معنى . كان معدل الضريبة لعام ٢٠٠٠ (١٦٧٥ دولار ٢٧١٠ دولار) = ٣٨,٥٧٪ . وكان معدل الضريبة لعام ٢٠٠٢ هو (٨١٧ دولارًا ÷ ٢٧١٠ دولار) = ٣٠,١٥ ٪ . وكان متوسط معدل الضريبة لهذين العامين هو ٣٤,٣٦٪ .

مدخلات التقييم المتعلقة بمعدل الضريبة

تتمثل المدخلات المرتبطة بمعدل الضريبة لبرنامج Value Pro 2002 فى شاشة الإدخال الرئيسية فى :

معدل الضريبة (نسبة مئوية) ٣٤,٣٦٪ .

يسمح أسلوب التدفقات النقدية الحرة بإدخال مدخلات سنوية تتعلق بمعدلات الضرائب على مدى فترة العائد الإضافى ويمكنه استيعاب وقبول افتراضات عديدة لمعدل الضريبة فى عملية التقييم ، وسوف نستخدم هذا

الرقم فى حساب هامش ربح التشغيل لمدة ١٠ سنوات كما هو موضح فى الجدول (٥ ـ ٥) .

صافى الاستثمار

صافى الاستثمار هو المبلغ المطلوب لدعم نمو الشركة ، ويشمل : الاستثمار الجديد فى المبانى ، والمتلكات ، والمصانع ، والمعدات مطروحاً منه مصروف الإهلاك المرتبط بالاستثمارات السابقة . وتأتى المعلومات لهذه العملية الحسابية من قائمة التدفقات النقدية للشركة . وعند التحدث من خلال الأرقام ، يكون صافى الاستثمار :

صافى الاستثمار = الاستثمار الجديد – مصروفات الإهلاك

الجدول ٥ ـ ٥ شركة سيسكو سيستمز

الضرائب وصافى ربح التشغيل بعد خصم الضرائب المتوقعة
(الأرقام بالمليون دولار)

السنة	صافى ربح التشغيل	معدل الضريبة	الضرائب	صافى ربح التشغيل بعد خصم الضرائب
٢٠٠٢				
٢٠٠٣	$ ٣٧٢٥	٪٣٤,٣٦	$ ١٢٨٠	$ ٢٤٤٥
٢٠٠٤	$ ٤٤٧٠	٪٣٤,٣٦	$ ١٥٣٦	$ ٢٩٣٤
٢٠٠٥	$ ٥٣٦٤	٪٣٤,٣٦	$ ١٨٤٣	$ ٣٥٢١
٢٠٠٦	$ ٦٤٣٦	٪٣٤,٣٦	$ ٢٢١٢	$ ٤٢٢٥
٢٠٠٧	$ ٧٧٢٤	٪٣٤,٣٦	$ ٢٦٥٤	$ ٥٠٧٠
٢٠٠٨	$ ٩٢٦٨	٪٣٤,٣٦	$ ٣١٨٥	$ ٦٠٨٤
٢٠٠٩	$ ١١١٢٢	٪٣٤,٣٦	$ ٣٨٢٢	$ ٧٣٠٠
٢٠١٠	$ ١٣٣٤٦	٪٣٤,٣٦	$ ٤٥٨٦	$ ٨٧٦١
٢٠١١	$ ١٦,٠١٦	٪٣٤,٣٦	$ ٥,٥٠٣	$ ١٠,٥١٣
٢٠١٢	$ ١٩,٢١٩	٪٣٤,٣٦	$ ٦,٦٠٤	$ ١٢,٦١٥

يعتمد صافى الاستثمار إلى حد كبير على قرارات الإدارة المرتبطة بالشركة والتى تحميها الشركة . لا تريد الإدارة فى حالات كثيرة أن يكون المنافسون على علم ووعى بالمشروعات التى تقوم بها الشركة ، وقد يكون من الصعب الحصول على معلومات تتعلق بالاستثمارات المخطط لها . يعد الاستثمار فى الممتلكات والمصانع والمعدات ضروريًا للاحتفاظ بكل من الخدمات والمبيعات ولنمو الإيرادات والأرباح . أحيانًا قد تمر إحدى الصناعات بفترة مبالغة في الاستثمار ، وتتمادى الشركات بطريقة خاطئة فى بناء المنشآت والبنية الأساسية . كانت الأمثلة على التمادى فى البناء في التسعينات ومطلع الألفية الجديدة هى شركات الاتصالات والشركات التى تورد كابلات الألياف الضوئية . خلال تلك الفترة ، كانت نسب الاستثمار الجديد إلى الإيرادات لهذه الشركات مرتفعة للغاية لدرجة عدم وجود إمكانية أمام شركات الاتصالات لتحقيق تدفقات نقدية حرة إيجابية .

صافى الاستثمار: توصياتنا

لقد وجدنا أن أسهل طريقة لتقدير قيمة صافى الاستثمار هى القيام بما يلى :

١. خلال فترة العائد الإضافى والذى يفترض أن يُحدث نموًا فى الإيرادات من المتوقع أن تستمر نسب الاستثمار الصافى ومصروفات الإهلاك عند متوسط النسب المعتادة .

٢. بعد فترة العائد الإضافي ، والتى نفترض فيها أن العائد من الاستثمار الصافى يساوى المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة ، فإن الاستثمار الصافى يساوى الإهلاك ؛ لذلك تحتفظ الشركة بالممتلكات والمصانع والمعدات .

تؤكد إجراءات التقييم التى تم وصفها فى هذا الفصل على أنه لكى تحتفظ بنمو الإيرادات ، فلابد أن يستمر الاستثمار الجديد للشركة فى السير على أساس نسبة من إجمالى الإيرادات . عندما يتوقف نمو

الإيرادات ، يتماشى الاستثمار الجديد فقط مع مصروفات الإهلاك ، وفى هذه الحالة يكون الاستثمار الصافى يساوى صفرًا ، بمعنى :

الاستثمار الجديد – مصروفات الإهلاك = صفر

يعتقد بعض المحللين أنه من الأدق التنبؤ بالاستثمار الصافى والاستثمار الجديد بناء على النمو التراكمى للإيرادات . لكننا وجدنا أن مثل هذا التعديل مربك ، ونفضل استخدام أسلوب النسبة من الإيرادات . أيضًا ، عندما ترتفع نسب الاستثمار الجديد بدرجة كبيرة وتخرج عن السيطرة كما حدث فى فترة المبالغة فى الاستثمار لشركات الاتصالات ، سوف نفترض أن الاستثمار الجديد سوف يعود لمعدلات سابقة يمكن تدعيمها .

صافى الاستثمار لشركة سيسكو

دعنا نلق نظرة الآن على نسب الاستثمار لشركة سيسكو ونسب الإهلاك كى نشعر بالاطمئنان لهذه العملية الحسابية . بالإضافة إلى نمو عملياتها الجارية ، تحظى شركة سيسكو بتاريخ من نمو المشتريات من خلال شراء الشركات . وتوضح قائمة التدفقات النقدية لعام ٢٠٠٢ (انظر الرسم ٥ ـ ٣) أن استحواذ الشركة للملكية والمعدات كان ٢٦٤١ مليون دولار فى عام ٢٠٠٢ ، ٢٢٧١ مليون دولار فى ٢٠٠١ ، ١٠٨٦ مليون دولار فى عام ٢٠٠٠ .

وكما هو موضح فى الجدول ٥ ـ ٦ على مدار السنوات الثلاث الماضية ، استثمرت شركة سيسكو حوالى ١٠٪ من الايرادات فى شراء مبانى ومصانع ومعدات ، لكن معظمها وهو يمثل ٨,٣١٪ قد ضاع بسبب الإهلاك . إذا افترضنا أنه على مدى العشر سنوات القادمة استمرت أرقام شركة سيسكو الخاصة بمبالغ استثمار وإهلاك بصورة مماثلة ، عندئذ تكون قائمة صافى الاستثمار لشركة سيسكو كما هو موضح فى الجدول (٥ ـ ٧) .

قوائم مجمعة للتدفقات النقدية

(الأرقام بالمليون دولار)

لعام المنتهي في	٢٧ يوليه ٢٠٠٢	٢٨ يوليه ٢٠٠١	٢٩ يوليه ٢٠٠٠
التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل			
صافي الدخل (خسارة)	١,٨٩٣ دولار	(١,٠١٤) دولار	٢,٦٦٨ دولار
تعديلات لتوفيق صافي الدخل (خسارة) لصافي النقدية الذي تقدمه أنشطة التشغيل			
إهلاك واستهلاك	١,٩٥٧	٢,٢٣٦	٨٦٣
مخصصات للحسابات المشكوك فيها	٩١	٢٦٨	٤٠
مخصص للمخزون	١٤٩	٢,٧٧٥	٣٣٩
ضرائب دخل مؤجلة	(٥٧٣)	(٩٢٤)	(٧٨٢)
مزايا من برامج خيارات الأسهم للعاملين	٦١	١,٣٩٧	٢,٤٩٥
تعديل لتوفيق نهاية العام المالي لعمليات الاستحواذ المجمعة	-	-	(١٨)
بحث وتطوير جاري	٥٣	٧٣٩	١,٢٧٩
صافي خسارة على الاستثمارات ومخصصات للخسارة	١,١٢٧	٤٣	(٩٢)
تكاليف إعادة هيكلة وتكاليف خاصة أخرى	-	٥٣١	-
تغير أصول والتزامات التشغيل			
حسابات القبض	٢٧٠	٥٦٩	(١,٠٤٣)
مخزون	٦٧٣	(١,٦٤٤)	(٨٨٧)
مصروفات مدفوعة وأصول جارية أخرى	(٢٨)	(٢٥)	٢٤٩
حسابات دفع	(١٧٤)	(١٠٥)	٢٨٦
ضرائب دخل مستحقة	٣٨٩	(٤٣٤)	(٣٦٥)
تعويضات مستحقة	٣٠٧	(٢٥٦)	٥٧٦
إيرادات مؤجلة	٦٧٨	١,٦٢٩	٦٦٢
التزامات أخرى مستحقة	(٢٢٢)	٢٥١	٣٦٩
التزامات إعادة هيكلة	(٩٤)	٣٨٦	-
صافي الدخل من أنشطة التشغيل	٦,٥٨٧	٦,٣٩٢	٦,١٤١
تدفقات نقدية من أنشطة الاستثمار			
مشتريات استثمارات قصيرة الأجل	(٥,٤٧٣)	(٤,٥٩٤)	(٢,١٧٣)
حصيلة مبيعات واستحقاقات لاستثمارات قصيرة الأجل	٥,٨٦٨	٤,٣٧٠	٢,١٨
مشتريات استثمارات	(١٥,٧٦٠)	(١٨,٣٠٦)	(١٤,٧٧٨)
حصيلة مبيعات واستحقاقات خاصة بالاستثمارات	١٥,٣١٧	١٥,٥٧٩	١٣,٢٤٠
مشتريات لاستثمارات مقيدة	(٢٩١)	(٩٤٤)	(١٥٨)
حصيلة مبيعات واستحقاق لاستثمارات مقيدة	١,٤٧١	١,٠٨٢	٢٠٥
استحواذ على ممتلكات ومعدات	(٢,٦٤١)	(٢,٢٧١)	(١,٠٨٦)
مشتريات تراخيص تكنولوجيا	-	(٤)	(٤٤٤)
استحواذ على أنشطة تجارية ، صافي النقدية وأشباه النقود	١٦	(١٣)	٢٤
صافي تغير في إيجارات محصلة	٣٨٠	٤٥٧	(٥٣٥)
مشتريات استثمارات في شركات قطاع خاص	(٥٨)	(١,١٦٦)	(١٣٠)
إيداعات	٣٢٠	(٣٢٠)	-
شراء حقوق الأولوية في شركة سيسكو (اليابان)	(١١٥)	٣٦٥	-
أخرى	١٥٩	(٥١٦)	(٤٢٤)
صافي النقدية المستخدم في أنشطة الاستثمار	(٨٠٧)	(٧,٠٠٣)	(٤,٣٧٧)
تدفقات نقدية من أنشطة التمويل			
إصدار أسهم عادية	٩٥٥	١,٢٦٢	١,٥٦٤
إعادة شراء أسهم عادية	(١,٨٥٤)	-	-
أخرى	٣٠	(١٢)	(٧)
صافي النقدية المقدم من أنشطة التمويل	(١,١٦٩)	١,٢٥٠	١,٥٥٧
صافي الزيادة في النقدية وأشباه النقود	٤,٦١١	١٣٩	٣,٣٢١
نقود وأشباه النقود في بداية العام المالي	٤,٨٧٣	٤,٧٣٤	٩١٣
نقود وأشباه النقود في نهاية العام المالي	٩,٤٨٤	$٤,٨٧٣	$٤,٢٣٤

الرسم ٥-٣ قائمة التدفقات النقدية لشركة سيسكو سيستمز لعام ٢٠٠٢

مدخلات التقييم المرتبطة بصافى الاستثمار

تتمثل المدخلات المرتبطة بالاستثمار الجديد ومصروفات الإهلاك المستخدمة فى حساب صافى الاستثمار على شاشة المدخلات الرئيسية فى برنامج ValuePro 2002 فى الآتى :

معدل الاستثمار الجديد (نسبة من الإيرادات) ٩,٩٦٪

معدل الإهلاك (نسبة من الإيرادات) ٨,٣١٪

يسمح أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة بإضافة مدخلات سنوية خاصة بنسب الاستثمار الجديد ومصروفات الإهلاك على مدى فترة العائد الإضافى ، ويمكنه قبول افتراضات عديدة خاصة باستثمار رأس المال والإهلاك فى عملية التقييم .

الجدول ٥-٦ شركة سيسكو سيستمز

بيان تاريخى للاستثمار والإهلاك (الأرقام بالمليون دولار)						
السنة	الإيراد	الاستثمار	نسبة الاستثمار	الإهلاك	نسبة الإهلاك	صافى الاستثمار
٢٠٠٢	$١٨٩١٥	$٢٦٤١	٪١٣,٩٦	$١٩٥٧	٪ ١٠,٣٥	$ ٦٨٤
٢٠٠١	$ ٢٢٢٩٣	$٢٢٧٧	٪ ١٠,١٩	$٢٢٣٦	٪ ١٠,٠٣	$ ٣٥
٢٠٠٠	$ ١٨٩٢٨	$١٠٨٦	٪ ٥,٧٤	$ ٨٦٣	٪ ٤,٥٦	$ ٢٢٣
متوسط ٣ سنوات			٪٩,٩٦		٪ ٨,٣١	

رأس المال العامل الإضافى أو المتراكم

تحتاج الشركة إلى رأس المال العامل لدعم أنشطة البيع الخاصة بالشركة . وعند حسابه لابد أن نحدد كلاً من الأصول والالتزامات قصيرة الأجل ، حيث إنها تعتمد مباشرة على الإيرادات . وتتمثل فئات الأصول الجارية والالتزامات الجارية التى ترتبط مباشرة بالمبيعات فى المخزون -

أى الأموال المستخدمة بمعرفة الشركة لتمويل منتجاتها قبل بيعها ، وحسابات الدفع ـ أى الأموال التى تدين بها الشركة لجهات أخرى . وهكذا نعرف رأس المال العامل على أنه حسابات القبض ، بالإضافة إلى المخزون مطروحًا منه حسابات الدفع :

رأس المال العامل = [(حسابات القبض + المخزون) – حسابات الدفع]

الجدول ٥ـ٧ شركة سيسكو سيستمز

قائمة بصافى الاستثمار المتوقع (الأرقام بالمليون دولار)				
السنة	**الإيراد**	**الاستثمار**	**الإهلاك**	**صافى الاستثمار**
٢٠٠٢	١٨٩١٥			
٢٠٠٣	$ ٢٢٦٩٨	$ ٢٢٦١	$ ١٨٨٧	$ ٣٧٥
٢٠٠٤	$ ٢٧٢٣٨	$ ٢٧١٤	$ ٢٢٦٤	$ ٤٥٠
٢٠٠٥	$ ٣٢٦٨٥	$ ٣٢٥٦	$ ٢٧١٧	$ ٥٣٩
٢٠٠٦	$ ٣٩٢٢٢	$ ٣٩٠٧	$ ٣٢٦٠	$ ٦٤٧
٢٠٠٧	$ ٤٧٠٦٧	$ ٤٦٨٩	$ ٣٩١٢	$ ٧٧٧
٢٠٠٨	$ ٥٦٤٨٠	$ ٥٦٢٧	$ ٤٦٩٥	$ ٩٣٢
٢٠٠٩	$ ٦٧٧٧٦	$ ٦٧٥٢	$ ٥٦٣٣	$ ١١١٩
٢٠١٠	$ ٨١٣٣١	$ ٨١٠٢	$ ٦٧٦٠	$ ١٣٤٢
٢٠١١	$ ٩٧٥٩٧	$ ٩٧٢٣	$ ٨١١٢	$ ١٦١١
٢٠١٢	$ ١١٧١١٧	$١١٦٦٨	$ ٩٧٣٥	$ ١٩٣٣

عادة ما يكون التغير فى صافى رأس المال العامل ، سواء كان إيجابيا أو سلبيًا متناسباً مع التغير فى الإيرادات . بعض الشركات مثل إنتل والتى يبلغ متوسط رأس المال العامل الإضافى لها ١٤,٨٪ من الإيرادات لديها مبالغ نقدية هائلة مربوطة فى رأس المال العامل . وهناك شركات

أخرى مثل بعض شركات توفير الكهرباء ـ والتى لديها خطة مدفوعات سهلة ، حيث يقوم فيها العملاء بإيداع أموال فى الصيف على أساس خطة لمستوى مدفوعات شهرى لأقصى استخدام كهرباء فى الشتاء ـ لديها تدفقات نقدية داخلة بسبب الفائض فى رأس المال العامل .

رأس المال العامل المتراكم : توصياتنا

توجد العناصر التى تستخدم لحسب رأس المال العامل المتراكم ضمن قائمة الدخل الخاص بالشركة . فى كثير من الأحوال لا تتأثر القيمة الحقيقية لسهم الشركة بمصدر التدفقات النقدية . ومع هذا يستخدم العديد من المحللين الدلائل الواردة فى بيانات قائمة الدخل ، مثل الزيادة الكبيرة فى المخزون ، أو حسابات القبض كعلامة تحذير مبكرة ، والتى قد تشير إلى وجود مشاكل فى الشركة . لكن مثل هذا الإجراء السرى الخاص بالميزانية بعيد عن مجال هذا الكتاب .

ونحن نقوم باستخدام عملية بسيطة لحساب النسبة التى نستخدمها لرأس المال المتراكم ، ونقترح عليك القيام بنفس العمل . وهذه النسبة سواء كانت إيجابية أو سلبية تضرب فى الزيادة أو الانخفاض فى الإيرادات ، وليس المستوى النهائى للإيرادات . على سبيل المثال : إذا كانت نسبة رأس المال العامل ١٠٪ ، وكانت الزيادة المقدرة فى الإيرادات ١٠٠ مليون دولار ، فإن احتياجات رأس المال العامل المتراكم هى ١٠٠ مليون دولار × (١٠٪) = ١٠ مليون دولار . وبالمثل ، إذا كان معدل نمو الشركة يساوى صفرًا ، فإن احتياجات رأس المال العامل الإضافى تكون صفرًا .

قوائم مالية مجمعة

(الأرقام بالمليون فيما عدا القيمة الاسمية)

	٢٧ يوليه ٢٠٠٢	٢٨ يوليه ٢٠٠١
الأصول		
الأصول الجارية		
النقود وأشباه النقود	$ ٩٤٨٤	$ ٤٨٧٣
استثمارات قصيرة الأجل	٣١٧٢	٢٠٣٤
حسابات القبض، صافى مسموحات الحسابات المشكوك فيها بمقدار $٣٣٦ فى ٢٧ يوليه ٢٠٠٢ و $٢٨٨ فى ٢٦ يوليه ٢٠٠١	١١٠٥	١٤٦٦
صافى المخزون	٨٨٠	١٦٨٤
أصول ضريبية مؤجلة	٢,٣٠	١٨٠٩
إيجارات محصلة ، صافى	٢٣٩	٤٠٥
مصروفات مستحقة وأصول جارية أخرى	٥٢٣	٥٦٤
إجمالى الأصول الجارية	١٧٤٣٣	١٢٨٣٥
استثمارات	٨٨٠٠	١٠٣٤٦
استثمارات مقيدة	-	١٢٦٤
صافى مبانى ومعدات	٤١٠٢	٢٥٩١
شهرة المنشأة	٣٥٦٥	٣١٨٩
صافى أصول غير ملموسة مشتراه	٧٩٧	١٤٧٠
صافى إيجارات محصلة	٣٩	٢٥٣
أصول أخرى	٣٠٥٩	٣٢٩٠
إجمالى الأصول	**$ ٣٧٧٩٥**	**$ ٣٥٢٣٨**
الالتزامات وحقوق ملكية المساهمين		
الالتزامات الجارية :		
حسابات الدفع	$ ٤٧٠	$ ٦٤٤
ضريبة دخل مستحقة	٥٧٩	٢٤١
تعويضات مستحقة	١٣٦٥	١٠٥٨
إيرادات مؤجلة	٣,٤٣	٢٤٧٠
التزامات أخرى مستحقة	٢,٩٦	٢٥٥٣
التزامات إعادة هيكلة	٣٢٢	٣٨٦
إجمالى الالتزامات الجارية	٨,٧٥	٧٣٥٢
إيرادات مؤجلة	٧٤٩	٧٤٤
إجمالى الالتزامات	٩,٢٤	٨٠٩٦
التزامات والتزامات طارئة (ملاحظة ٨) :		
حقوق الأقلية	١٥	٢٢
حقوق ملكية المساهمين :		
أسهم مميزة ، من غير القيمة الاسمية : المصرح به خمسة أسهم أسهم غير مصدرة ومتداولة	-	-
أسهم عادية ورأس مال إضافى مدفوع مقدمًا ٥٠,٠٠١ قيمة اسمية : المصرح به ٢٠,٠٠٠ سهم ٧,٣٠٣ و٧,٣٢٤ أسهم مصدرة ومتداولة فى ٢٧ يوليه ٢٠٠٢ و٢٨ يوليه ٢٠٠١ على الترتيب	٢٠٩٥٠	٢٠٠٥١
أرباح محتجزة	٧٧٣٣	٧٣٤٤
خسائر أخرى مجمعة	(٢٧)	(٢٧٥)
إجمالى حقوق ملكية المساهمين	٢٨٦٥٦	٢٧١٢٠
إجمالى الالتزامات وحقوق ملكية المساهمين	**$ ٣٧٧٩٥**	**$ ٣٥٢٣٨**

الرسم ٥ـ٤ البيان المالى لشركة سيسكو لعام ٢٠٠٢

رأس المال العامل المتراكم لشركة سيسكو

لنلق نظرة على رأس المال العامل (مأخوذ من قائمة دخل الشركة ، انظر الرسم ٥ ـ ٤) على مدى العامين الماضيين لنرى التأثير الذى يمكن أن تحققه الزيادة فى الإيرادات.

يبين الجدول (٥ ـ ٨) أن شركة سيسكو لديها مقدار كبير من المبالغ النقدية المرتبطة برأس المال العامل ـ متوسط ٩,٦٣٪ من الإيرادات .

الجدول ٥ـ٨ شركة سيسكو سيستمز

بيان تاريخى لمدة عامين لرأس المال العامل (الأرقام بالمليون دولار)						
السنة	الإيرادات	حسابات القبض	المخزون	أوراق دفع	رأس المال العامل	نسبة رأس المال العامل
٢٠٠٢	$ ١٨٩١٥	$ ١١٠٥	$ ٨٨٠	$ ٤٧٠	$ ١٥١٥	٨,٠١
٢٠٠١	$ ٢٢٢٩٣	$ ١٤٦٦	$ ١٦٨٤	$ ٦٤٤	$ ٢٥٠٦	١١,٢٤
المتوسط لمدة عامين						٩,٦٣

بالنسبة لتقديرنا لرأس المال العامل المتراكم ، نحن نتوقع أن رأس المال العامل سوف يتوسع بمعدل ٩,٦٣٪ مضروبًا فى الزيادة السنوية فى الإيرادات ، كما هو موضح فى الجدول ٥ ـ ٩ .

مدخلات التقييم المرتبطة برأس المال العامل المتراكم

تتمثل المدخلات المرتبطة برأس المال العامل المتراكم لبرنامج ValuePro 2002 على شاشة المدخلات الرئيسية فى :

رأس المال العامل (نسبة من التغير فى الإيرادات) ٩,٦٣٪.

الجدول ٥ ـ ٩ شركة سيسكو سيستمز

السنة	الإيرادات	الزيادة فى الإيرادات	رأس المال العامل المتراكم
	رأس المال العامل المتوقع (الأرقام بالمليون دولار)		
٢٠٠٢	١٨٩١٥ $		
٢٠٠٣	٢٢٦٩٨ $	٣٧٨٣ $	٣٦٤ $
٢٠٠٤	٢٧٢٣٨ $	٤٥٤٠ $	٤٣٧ $
٢٠٠٥	٣٢٦٨٥ $	٥٤٤٨ $	٥٢٥ $
٢٠٠٦	٣٩٢٢٢ $	٦٥٣٧ $	٦٣٠ $
٢٠٠٧	٤٧٠٦٧ $	٧٨٤٤ $	٧٥٥ $
٢٠٠٨	٥٦٤٨٠ $	٩٤١٣ $	٩٠٧ $
٢٠٠٩	٦٧٧٧٦ $	١١٢٩٦ $	١٠٨٨ $
٢٠١٠	٨١٣٣١ $	١٣٥٥٥ $	١٣٠٥ $
٢٠١١	٩٧٥٩٧ $	١٦٢٦٦ $	١٥٦٦ $
٢٠١٢	١١٧١١٧ $	١٩٥١٩ $	١٨٨٠ $

يسمح نظام التدفقات النقدية الحرة للشركة بإضافة مدخلات سنوية لنسب رأس المال العامل المتراكم على مدى فترة العائد الإضافى ، ويمكنه استيعاب افتراضات عديدة تتعلق باستثمار رأس المال العامل فى عملية التقييم .

التدفقات النقدية الحرة الخاصة بالشركة

تقدير التدفقات النقدية الحرة خلال فترة العائد الإضافى

إن التعامل مع كل تلك الأرقام شئ مرهق . لكننا شارفنا على الانتهاء ! لدينا الآن كل التقديرات التى نحتاج إليها لحساب التدفقات النقدية الحرة للشركة . وسوف نأخذ صافى ربح التشغيل بعد الضرائب ثم

نطرح الاستثمار الصافى ورأس المال العامل المتراكم للوصول إلى التدفقات النقدية الحرة للشركة . تذكر أن معادلة التدفقات النقدية الحرة في الفصل الرابع كانت :

التدفقات النقدية الحرة للشركة = صافى ربح التشغيل ـ الضرائب ـ صافى الاستثمار ـ صافى التغير فى راس المال العامل

لقد رأينا فى بداية هذا الفصل أن صافى ربح التشغيل بعد الضرائب = صافى ربح التشغيل ـ الضرائب . ولا حاجة بك إلى أن تكون عالمًا بالرياضيات لتفهم أن :

التدفقات النقدية الحرة للشركة = صافى ربح التشغيل بعد الضرائب ـ صافى الاستثمار ـ صافى التغير فى راس المال العامل

يستخدم الجدول ٥ ـ ١٠ هذه المعادلة ، وذلك لحساب التدفقات النقدية الحرة لشركة سيسكو .

تقدير القيمة المتبقية

تقيس القيمة المتبقية للشركة التدفقات النقدية الحرة التى تحققها الشركة بعد مرور فترة العائد الإضافى . فى هذا المثال ، تعد القيمة المتبقية مقياسًا للأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية للشركة من العام الحادى عشر وإلى ما لا نهاية . وتعتبر القيمة المتبقية أيضًا عنصرًا مهمًا ؛ حيث تمثل من ٦٠٪ إلى ٩٠٪ عادة من قيمة الشركة .

تذكر حديثنا المتعلق بإطار الوقت بعد فترة العائد الإضافى ـ حيث افترضنا أن معدل العائد على الاستثمار يساوى المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة ، وأن الاستثمار الجديد يساوى الإهلاك وأن احتياجات رأس المال العامل المتراكم للشركة تكون صفرًا . إن تقييم التدفقات النقدية طويلة الأجل هو حساب بسيط لصافى ربح التشغيل للشركة بعد الضرائب . ولحساب القيمة المتبقية ، نقوم بقسمة صافى ربح التشغيل بعد خصم الضرائب فى نهاية فترة العائد الإضافى على المتوسط المرجح لتكلفة رأس

المال للشركة ، ثم عمل قيمة حالية للناتج باستخدام عامل القيمة الحالية المناسب .

الجدول ٥-١٠ شركة سيسكو سيستمز

التدفقات النقدية الحرة المتوقعة للشركة
(الأرقام بالمليون دولار)

السنة	الإيرادات	صافى ربح التشغيل بعد خصم الضرائب	صافى الاستثمار	رأس المال العامل المتراكم	التدفقات النقدية الحرة للشركة
٢٠٠٢	$ ١٨٩١٥				
٢٠٠٣	$ ٢٢٦٩٨	$ ٢٤٤٥	$ ٣٧٥	$ ٣٦٤	$ ١٧٠٦
٢٠٠٤	$ ٢٧٢٣٨	$ ٢٩٣٤	$ ٤٥٠	$ ٤٣٧	$ ٢٠٤٧
٢٠٠٥	$ ٣٢٦٨٥	$ ٣٥٢١	$ ٥٣٩	$ ٥٢٥	$ ٢٤٥٧
٢٠٠٦	$ ٣٩٢٢٢	$ ٤٢٢٥	$ ٦٤٧	$ ٦٣٠	$ ٢٩٤٨
٢٠٠٧	$ ٤٧٠٦٧	$ ٥٠٧٠	$ ٧٧٧	$ ٧٥٥	$ ٣٥٣٨
٢٠٠٨	$ ٥٦٤٨٠	$ ٦٠٨٤	$ ٩٣٢	$ ٩٠٧	$ ٤٢٤٥
٢٠٠٩	$ ٦٧٧٧٦	$ ٧٣٠٠	$ ١,١١٩	$ ١,٠٨٨	$ ٥٠٩٤
٢٠١٠	$ ٨١٣٣١	$ ٨٧٦١	$ ١,٣٤٢	$ ١,٣٠٥	$ ٦١١٣
٢٠١١	$ ٩٧٥٩٧	$ ١٠٥١٣	$ ١,٦١١	$ ١,٥٦٦	$ ٧٣٣٥
٢٠١٢	$ ١١٧١١٧	$ ١٢٦١٥	$ ١,٩٣٣	$ ١,٨٨٠	$ ٨٨٠٣

دعنا نستخدم تقييم شركة سيسكو كمثال . كما هو موضح فى الجدول ٥ - ١٠ ، سوف يكون صافى ربح التشغيل بعد خصم الضرائب للشركة فى العام العاشر من فترة العائد الإضافى (٢٠١٢) هو ١٢٦١٥ مليون دولار . إذا افترضنا أن المتوسط المرجح لرأسمال شركة سيسكو كان ١٠,٠٤٪ ومعامل الخصم فى العام العاشر هو (٠,٣٨٤١) فإن القيمة المتبقية للشركة هى :

صافى ربح التشغيل بعد خصم الضرائب ÷ المتوسط المرجح لرأس المال ×

معامل الخصم = ١٢,٦١٥ مليون دولار ÷ (٠,١٠٠٤) × (٠,٣٨٤١) = ٤٨,٢٦٨ مليون دولار . وسوف نوضح لك من أين يأتى المتوسط المرجح لرأس المال ومعامل الخصم فى الفصل السادس . تمثل القيمة المتبقية لشركة سيسكو التى تقدر بـ ٤٨,٣ مليون دولار ٦٠٪ تقريبا من إجمالى القيمة لحقوق ملكية الشركة كما هو موضح فى أعلى الرسم ٥ ـ ٦ .

تدريب على التقييم : تقدير التدفقات النقدية الحرة للشركة

كم كنا سنعانى لو أننا حاولنا الوصول إلى كل هذه القوائم بطريقة يدوية ، لكنك ستندهش من السهولة التى تحل بها برامج الكمبيوتر هذا الغموض المتناهى لعملية التقييم بمجرد الضغط مرات قليلة على الفأرة ، يا لها من معجزة ! يبين الرسم ٥ ـ ٥ شاشة الإدخال الرئيسية من البرنامج المتكامل ValuePro 2002 . فى هذا التقييم سوف نستخدم معدل النمو المقدر بنحو ٢٠٪ وكل المدخلات التى ذكرناها سابقا .

برنامج ValuePro 2002
شاشة الإدخال العامة .
القيمة الحقيقية للسهم ١٠,٨٧دولارًا
مدخلات عامة .

رمز الشركة ... **CSCO**

فترة العائد الإضافى (بالسنوات)	١٠	معدل الإهلاك (٪ من الإيرادات)	٨,٣١
إيرادات (بالمليون دولار)	١٨٩١٥	معدل الاستثمار (٪ من الإيرادات)	٩,٩٦
معدل النمو (٪)	٢٠,٠٠	رأس المال العامل (٪ من الإيرادات)	٩,٦٣
صافى هامش ربح التشغيل (٪)	١٦,٤١	الأصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	١٧٤٣٣
معدل الضريبة (٪)	٣٤,٣٦	الالتزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٨٣٧٥
سعر السهم (بالدولار)	١٤,٤٥	علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣,٠٠
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	٧٤٤٧	معامل بيتا للشركة	١,٩٣
عائد أذون الخزانة لعشر سنوات (٪)	٤,٧٥	قيمة السندات القائمة (بالمليون دولار)	٠
الهامش بين السندات والأذون (٪)	٠,٠٠	قيمة الأسهم المميزة القائمة (بالمليون دولار)	٠
عائد الأسهم المميزة (٪)	٠,٠٠	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (٪)	١٠,٠٤

الرسم ٥ـ٥ شاشة الإدخال الرئيسية لشركة سيسكو

أخذًا في الاعتبار المدخلات ، يعطى برنـامج ValuePro 2002 قائمـة التدفقات النقدية ، وذلك فيما تخـص فـترة هـامش صـافي ربـح التشـغيل العائد الإضافي التـي تحـددها ـ وهـي محـددة بــ ١٠ سـنوات فـي الرسـم (٥ ـ ٦) .

تظهر الايرادات مركبة بمعدل نمو مقدر بــ ٢٠٪ فـي العمـود ٣ . وفـي العمود ٤ يظهر صافي ربح التشغيل ونحصل عليه نتيجة ضرب الايـرادات في هامش صـافي ربح التشغيل بنسبة ١٦,٤١٪ . وتساوى الضرائب المعدلة صافي ربح التشغيل مضروبا في معدل الضريبة بنسبة ٣٤,٣٦٪ وهي تظهـر في العمود ٥ . ويسـاوى صافي ربح التشغيل المعـدّل صـافي ربـح التشـغيل مطروحا منه الضرائب المعدلة (العمود ٤ مطروحًا منـه العمـود ٥) ويظهـر الناتج في العمود ٦ .

برنامج ValuePro 2002

شاشة البيانات العامة

فائض العوائد خلال ١٠ سنوات

فترة فائض العوائد	$ ٢٣٦١٣	إجمالي قيمة الشركة	$ ٨٩٣١٤
القيمة المتبقية	$ ٤٨٢٩٨	ديون أقل	$ ٠
أصول قصيرة الأجل	$ ١٧٤٣٣,٠	أسهم عادية	$ ٠
إجمالي قيمة الشركة	$ ٨٩٣١٤	خصوم قصيرة الأجل	$ ٨٣٧٥
		إجمالي القيمة إلى حقوق الملكية بالشركة	$ ٨٠٩٣٩
		القيمة الحقيقية للأسهم	$ ١٠٨٧

(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)	(٨)	(٩)	(١٠)	(١١)	(١٢)	(١٣)
نهاية السنة	الإيرادات	صافي ربح التشغيل	الضرائب	صافي الربح بعد دفع الضرائب	الاستثمارات	الهالك	التغير في الاستثمارات	التغير في رأس المال العامل	التدفقات النقدية الحرة	عامل الخصم	التدفقات النقدية الحرة المخصومة
١ / ١١ / ٢٠٠٣	١٨٩١٥										
١ / ١١ / ٢٠٠٤	٢٢٦٩٨	٣٧٢٥	١٢٨٠	٢٤٤٥	٢٢٦١	١٨٨٩	٣٧٥	٣٦٤	١٧٠٦	٠,٩٠٨٨	١٥٥٠
١ / ١١ / ٢٠٠٥	٢٧٢٣٨	٤٤٧٠	١٥٣٦	٢٩٣٤	٢٧١٣	٢٢٦٣	٤٤٩	٤٣٧	٢٠٤٧	٠,٨٢٥٨	١٦٩١
١ / ١١ / ٢٠٠٦	٣٢٦٨٥	٥٣٦٤	١٨٤٣	٣٥٢١	٣٢٥٥	٢٧١٦	٥٣٩	٥٢٥	٢٤٥٧	٠,٧٥٠٥	١٨٤٤
١ / ١١ / ٢٠٠٧	٣٩٢٢٢	٦٤٣٦	٢٢١٢	٤٢٢٥	٣٩٠٧	٣٢٥٩	٦٤٧	٦٣٠	٢٩٤٨	٠,٦٨٢٠	٢٠١١
١ / ١١ / ٢٠٠٨	٤٧٠٦٧	٧٧٢٤	٢٦٥٤	٥٠٧٠	٤٦٨٨	٣٩١١	٧٧٧	٧٥٥	٣٥٣٨	٠,٦١٩٨	٢١٩٣
١ / ١١ / ٢٠٠٩	٥٦٤٨٠	٩٢٦٨	٣١٨٥	٦٠٨٤	٥٦٢٥	٤٦٩٣	٩٣٢	٩٠٧	٤٢٤٥	٠,٥٦٣٢	٢٣٩١
١ / ١١ / ٢٠١٠	٦٧٧٧٦	١١١٢٢	٣٨٢٢	٧٣٠٠	٦٧٥٠	٥٦٣٢	١١١٨	١٠٨٨	٥٠٩٤	٠,٥١١٩	٢٦٠٨
١ / ١١ / ٢٠١١	٨١٣٣١	١٣٣٤٦	٤٥٨٦	٨٧٦١	٨١٠١	٦٧٥٩	١٣٤٢	١٣٠٥	٦١١٣	٠,٤٦٥٢	٢٨٤٤
١ / ١١ / ٢٠١٢	٩٧٥٩٧	١٦٠١٦	٥٥٠٣	١٠٥١٣	٩٧٢١	٨١١٠	١٦١٠	١٥٦٦	٧٣٣٦	٠,٤٢٢٧	٣١٠١
١ / ١١ / ٢٠١٣	١١٧١١٧	١٩٢١٩	٦٦٠٤	١٢٦١٥	١١٦٦٥	٩٧٣٢	١٩٣٢	١٨٨٠	٨٨٠٣	٠,٣٨٤١	٣٣٨٢
	١١٧١١٧	١٩٢١٩	٦٦٠٤	١٢٦١٥	٩٧٣٢	٩٧٣٢	٠	٠	١٢٥٦٥٠	٠,٣٨٤١	٤٨٢٦٨

الرسم ٥ ـ ٦ الشاشة العامة الرئيسية لشركة سيسكو

يساوى الاستثمار الجديد الإيرادات مضروبة فى معدل الاستثمار وقدره ٩,٩٦٪ والذى يظهر فى العمود (٧) . الاستثمار الصافى يساوى الاستثمار الجديد مطروحًا منه الإهلاك (العمود ٧ مطروحًا منه العمود (٨) ويظهر فى العمود (٩) . التغير فى رأس المال العامل يساوى التغير فى الإيرادات السنوية مضروبًا فى معدل رأس المال العامل التراكم وقدره ٩,٦٣٪ ، ويظهر فى العمود ١٠ .

يظهر العمود ١١ التدفقات النقدية الحرة للشركة ، والتى تساوى العمود (٦) ناقص (العمود ٩ + العمود ١٠) . ويستخدم العمودان ١٢ ، ١٣ لطرح وجمع هذه الأرقام الخاصة بالتدفقات النقدية الحرة للشركة ، سوف تلاحظ أن التدفقات النقدية تم حسابها بالنسبة لفترة العائد الإضافى وقدرها ١٠ سنوات . فى نهاية هذه الفترة ، يقوم برنامج ValuePro 2002 بحساب القيمة المتبقية من خلال قسمة صافى هامش ربح التشغيل لشركة سيسكو والمقدر أنه يساوى ١٢٦١٥ مليون دولار على رأس المال المرجح للشركة (والذى كما سنرى فيما بعد أنه يساوى ١٠,٠٤٪) لنصل إلى أو نحصل على ١٢٥٦٥٠ مليون دولار كقيمة متبقية مستقبلية فى عام ٢٠١٣ . سوف ترى كيف وأين نحصل على المدخلات لحساب رأس المال المرجح لشركة سيسكو فى الفصلين السادس والسابع .

ثم نقوم بعد ذلك بخصم التدفقات السنوية الحرة للشركة والقيمة المتبقية بعامل الخصم الموضح بالعمود ١٢ المرتبط بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال . ويبين العمود ١٣ ناتج التدفقات النقدية الحرة للشركة (العمود ١١) مضروبًا فى معدلات الخصم (العمود ١٢) . يمثل مجموع هذه الأرقام المخصومة وكذلك الأصول قصيرة الأجل قيمة الشركة ككل وقدرها ٨٩٣١٤ مليون دولار والموضحة فى العمود (٥) من الشكل . بعد ذلك نقوم بطرح قيمة السندات والأسهم المميزة (ولكن شركة سيسكو ليس لديها إصدارات مديونية أو أسهم مميزة قائمة) والالتزامات قصيرة الأجل للوصول إلى القيمة الكلية لحقوق ملكية الأسهم العادية وقدرها ٨٠٩٣٩ مليون دولار كما هو موضح فى الرسم (٥ ـ ٦) . ثم نقوم بقسمة قيمة حقوق ملكية الأسهم العادية على الأسهم القائمة (باستخدام القائمة المخففة هنا ، وسوف نستفيض فى هذا الموضوع فى الفصل السادس)

وذلك لحساب القيمة الحقيقية لكل سهم وقدرها ١٠,٨٧ دولار ، وهو بالضبط ما نريد معرفته .

اعتمادًا على البيانات التاريخية ومعدل النمو المتوقع وقدره ٢٠٪ ، فإن القيمة الحقيقية والبالغة ١٠,٨٧ دولارات لسهم شركة سيسكو أقل بكثير من سعر إغلاق السهم وقدره ١٤,٤٥ دولارًا فى ١٤ أغسطس ٢٠٠٢ . على أساس هذه الافتراضات تم عمل توصية بالبيع فى نفس هذا التاريخ . هل يمكن أن يكون السوق على علم بأحد الأشياء التى لا نعرفها ، أو أن المشاركين فى السوق يستخدمون افتراضات تقييم فى صالح قيمة سهم شركة سيسكو أكثر منا ؟ دعنا نختبر افتراض معدل النمو الأقل والبالغ قدره ٥٪ بالنسبة لشركة سيسكو ، ونرى كيف يؤثر هذا فى القيمة . يظهر مثل هذا التقييم فى الرسم ٥ ـ ٧ .

برنامج ValuePro 2002
شاشة الإدخال العامة
القيمة الحقيقية للسهم ٤,٦٤ دولارًا
مدخلات عامة

رمز الشركة ... CSCO

فترة العائد الإضافى (بالسنوات)	١٠	معدل الإهلاك (٪ من الإيرادات)	٨,٣١
الإيرادات (بالمليون دولار)	١٨٩١٥	معدل الاستثمار (٪ من الإيرادات)	٩,٩١
معدل النمو (٪)	٥,٠٠	رأس المال العامل (٪ من الإيرادات)	٩,٦٣
صافى هامش ربح التشغيل (٪)	١٦,٤١	الأصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	١٧٤٣٣
معدل الضريبة (٪)	٣٤,٣٦	الالتزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٨٣٧٥
سعر السهم (بالدولار)	١٤,٤٥	علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣,٠٠
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	٧٤٤٧	معامل بيتا للشركة	١,٩٣
عائد أذون الخزانة لعشر سنوات (٪)	٤,٢٥	قيمة السندات القائمة (بالمليون دولار)	٠
الهامش بين السندات والأذون (٪)	٠,٠٠	قيمة الأسهم المميزة القائمة (بالمليون دولار)	٠
عائد الأسهم المميزة (٪)	٠,٠٠	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (٪)	١٠,٠٤

الرسم ٥ ـ ٧ شاشة الإدخال العامة لشركة سيسكو ـ معامل نمو يبلغ ٥٪

إن تغيير هذا الافتراض لا يساعد بالتأكيد القيمة الحقيقية لسهم شركة سيسكو ـ حيث انخفض بنسبة ٥٧٪ ليصل إلى ٤,٦٤ دولارات عند استخدام معدل نمو طويل الأجل قدره ٥٪ .

فى الفصل السادس ، سوف نناقش كيفية تقدير المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال واستخدام هذا الرقم فى عملية التقييم . وفى هذا الفصل سوف تتعلم ما يرتبط بهذا الأمر ، وكذلك حصة رأس مال الشركة فى السوق .

قد تكون عملية تقدير التدفقات النقدية مملة ، لكنها ليست صعبة . من الضرورى بالنسبة لك أن تعرف أنك إذا اتبعت أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة بطريقة سليمة ، فسوف تُحصِّن نفسك من أى مفاجآت غير سارة .

ملاحظات

١. انظر تقرير " ستيفن شارب " Stock Prices Expected Returns and Inflation أوراق غير منشورة ، مجلس إدارة بنك الاحتياطى الأمريكي، واشنطن العاصمة ١٩٩٩ .

٢. بحث " رابابورت " ، و " ألفريد " ، و " ميشيل جيه . ماوبوسين " Expectations Investing ، الطبعة التجارية بـ " هارفارد " ، بوسطن MA ٢٠٠١ .

٣. يتم حساب نسبة نمو الإيرادات عن طريق قسمة آخر رقم إيرادات مثلا (أ) (١٨٩١٥ دولار لعام ٢٠٠٢) على رقم إيرادات سابق (ب) (٦٤٥٢ دولار لعام ١٩٩٧) وأخذ النسبة الناتجة مرفوعه إلى عدد السنوات خلال فترة التراكم ثم طرح ١,٠ للحصول على النسبة . عند التحدث رياضيًا عن نسبة نمو الإيرادات لشركة سيسكو ، تبدو الجملة السابقة على هذا النحو : [(١٨٩١٥) ÷ ٦٤٥٢)^ (١÷ ٥) — ١,٠] = ١,٢٤٠٠ — ١,٠ = ٢٤,٠٪.

٤. أتقدم بخالص الشكر إلى " سى . جيه . واجنر " من شركة سليجمان فريدمان لمساعدته فى توضيح التفاصيل المتعلقة بالقوائم المحاسبية المالية .

الفصل ٦

تقدير تكلفة رأس المال

لا تعد إلا بعد حساب قيمة الخصم

" لا تعد إلا بعد حساب قيمة الخصم " . إن كتابة هذا الفصل تـذكرني بتلك العبارة الشهيرة للأستاذ " روس إيزيل " الذى كان يقوم بتدريس علم الاقتصاد فى جامعة بنسلفانيا . يعتمد خصم التدفقات النقدية المتوقعة على مفهومين أساسيين يمثلان أساس نظرية علم الاقتصاد . المفهوم الأول هو الخاص بمعدلات الفائدة الإيجابية ، ويمكن وصفه بقولنا : " إن الدولار المستثمر اليوم يساوى أكثر من الدولار المتوقع غدًا " فى حين أن المفهوم الثاني يتعلق بتجنب المخاطر وهو الذى تم مناقشته فى المبدأ الأساسى الثالث فى الفصل الثانى ، ويمكن تلخيصه فى عبارة " الدولار الآمن يساوى أكثر من الدولار العرضة للمخاطر " .

يتبع أسلوب التدفقات النقدية المخصومة وبرنامج ValuePro ٢٠٠٢ نصيحة الدكتور إيزيل ويقوم بحساب مجموعة من التدفقات النقدية المتوقعة للمؤسسة ، ثم يقوم بخصم هذه التدفقات النقدية آخذًا فى

لحسبان الوقت والمخاطر . لقد ناقشنا فى الفصل الخامس التدفقات النقدية الحرة المتوقعة للشركة . فى هذا الفصل ، سوف نتناول تقدير معدل الخصم للشركة .

وفقاً لنظريات علم الاقتصاد المتفق عليها عامة ، فإن المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة بعد خصم الضرائب يمثل النسبة المستخدمة لخصم التدفقات النقدية الحرة بعد الضرائب . ويعتبر المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بمثابة التكلفة الحالية لإصدارات المديونية وحقوق الملكية والتى يتم حسابها عن طريق استخدام القيم السوقية لإصدارات المديونة القائمة والأسهم المميزة والأسهم العادية . فى هذا الفصل ؛ سوف نوضح لك كيفية حساب المتوسط المرجح لرأس مال الشركة بصورة تشبه المتوسط الخاص بالشركة .

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال كعائد على المحفظة

لكى تفهم المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة ، من المفيد أن تفكر فى المتوسط المرجح لرأس مال الشركة بصورة تشبه متوسط العائد المرجح على محفظة الاستثمار لديك . قد يكون لديك ١٠٠٠٠ دولار فى سندات خزانة أمريكية بمعدل فائدة قدرها ٦٪ .و قد يكون لديك ما قيمته ١٠٠٠٠ دولار من الأسهم المميزة ذات توزيعات أرباح قدرها ٨٪ . وقد يكون لديك أيضًا ٨٠٠٠٠ دولار عبارة عن قيمة سوقية من الأسهم العادية بمتوسط عائد متوقع قدره ١٠٪. وعلى ذلك يكون متوسط المرجح المتوقع للعائد على مبلغ الـ ١٠٠٠٠٠ دولار (كإجمالى) والذى يمثل محفظة الاستثمار لديك يساوى :

$$\text{العائد المتوقع للمحفظة} = \frac{(\text{١٠٠٠٠ دولار} \times ٠.٠٦) + (\text{١٠٠٠٠ دولار} \times ٠.٠٨) + (\text{٨٠٠٠٠ دولار} \times ٠.١٠)}{\text{١٠٠٠٠٠ دولار}} =$$

$$\frac{\text{٩٤٠٠ دولار}}{\text{١٠٠٠٠٠ دولار}} = ٩.٤ \%$$

يشبه المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة المتوسط المرجح لعائد محفظة الاستثمار لديك . إنه ببساطة المتوسط المرجح لتكلفة الالتزامات

المختلفة ـ إصدارات المديونية ، والأسهم المميزة ، والأسهم العادية ـ التى تصدرها الشركة لتمويل عملياتها واستثماراتها.

يعتبر المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة أحد الأرقام المهمة ؛ لكل من سوق الأسهم لأغراض التقييم ، ولإدارة الشركة لغرض عمل موازنة رأس المال . عند تحليل إحدى فرص الاستثمار المتوقعة، فإن فرص الاستثمار التى بها عائد متوقع أكبر من المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة تحقق تدفقات نقدية حرة ، وكذلك صافى قيمة حالية إيجابى إضافى لحملة الأسهم . وبالتالى ينتج عن مثل هذه الاستثمارات زيادة فى أسعار الأسهم .

وعلى العكس ؛ فإن فرص الاستثمار التى بها عوائد متوقعة أقل من المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة تقلل التدفقات النقدية الحرة وكذلك قيمة الشركة . يجب على الإدارة عندئذٍ أن تمتنع عنها ! حيث إن ذلك يقلل من القيمة الحالية للسهم . وفى الحقيقة ، فإن الاستثمار فى مشروعات ذات توقعات سالبة أدى إلى التقاعد المبكر للعديد من المديرين التنفيذيين فى السنوات الأخيرة .

كيفية قياس تكلفة رأس المال

وفقًا لحسابات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ، فإن المطالبات المستحقة على الشركة يتم تصنيفها كإصدارات مديونية وأسهم مميزة وحصة أسهم عادية . قد يكون لدى الشركة العديد من الإصدارات المختلفة من الأسهم المميزة والديون القائمة والتى تقدم توزيعات مختلفة . بخلاف التأثير على القيمة السوقية لإصدارات المديونية والأسهم المميزة القائمة ، فإن معدلات الفائدة التاريخية على إصدارات الشركة ومعدلات التوزيعات على إصدارات أسهمها المميزة تعد أرقامًا لا أهمية لها . كما أن هيكل رأس مال الشركة فى الماضى ليس على نفس القدر من الأهمية مثل هيكل رأس مال الشركة المتوقع فى المستقبل ، وكذلك معدلات العوائد المتوقعة على إصدارات المديونية وحقوق الملكية .

إن النسب (والتى سوف يتم مناقشتها فى القسم التالى) المستخدمة فى أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة لحساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ـ هى النسب التى تخطط الشركة لاستخدامها فى هيكل رأس

المال لديها . بصفة عامة ، نحن نستخدم هيكل رأس المال الحالى للشركة لتقدير ما سيبدو عليه هيكل رأس مال الشركة فى المستقبل . يجب أن تكون معدلات الخصم معدلات حالية قائمة اليوم (كأساس للمعدلات المتوقعة) وذلك لوجود الأوراق المالية ذات نفس المخاطر ونفس التدفقات النقدية .

بسبب المزايا الضريبية المرتبطة بقيام الشركة بخصم مدفوعات الفائدة يتم معاملة الدين بطريقة خاصة فى أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة . ويتم استخدام تكلفة الدين بعد الضرائب فى تكلفة رأس المال المرجح للشركة . لقد تم تصميم برنامج ValuePro2002 على هذا النحو ، حيث إنه عند إعطاء العائد الحالى على ديون الشركة ومعدل الضريبة المفروضة على الشركة ، يتم حساب التعديل للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بعد خصم الضرائب بطريقة آلية .

معدلات الفائدة ونسبة تكلفة رأس المال المرجح للشركة وقيمة الأسهم

دعنا نلق نظرة عن قرب على العلاقة بين معدلات الفائدة ورأس المال المرجح للشركة وقيمة سهم الشركة . سوف نفترض أن التغيرات فى معدلات الفائدة وفى رأس المال المرجح للشركة لا تؤثر فى مقدار التدفقات النقدية الحرة أو العوائد للشركة . ومع ذلك ، تؤثر التغيرات فى معدلات الفائدة وفى تكلفة رأس المال المرجح بدرجة كبيرة على القيمة الحالية لهذه التدفقات النقدية والعوائد . سوف ينتج عن معدلات الفائدة المنخفضة متوسط مرجح منخفض لتكلفة رأس المال . وسيؤدى وجود تكلفة رأس مال منخفضة إلى زيادة القيمة الحالية لعوائد الشركة والتدفقات النقدية وقيمة سهم الشركة . وعلى العكس ، ينتج عن معدلات الفائدة المرتفعة وكذلك وجود تكلفة رأس مال مرجح مرتفعة قيمة حالية منخفضة للتدفقات النقدية الحرة للشركة ، وكذلك قيمة سهم منخفضة .

ما مقدار تأثر التغير فى معدلات الفائدة على قيمة أحد الأسهم ؟ لكى تتعامل بطريقة أفضل مع هذا السؤال ، من المفيد فهم عملية التراكم والخصم من الناحية الحسابية ـ المبدأ الأساسى رقم (٧) من الفصل الثاني . نحن نفترض أن أحد المستثمرين يملك ما قيمته ١٠٠٠٠ دولار من سندات الخزانة الأمريكية ، والتى تعطى جميع الفوائد فى تاريخ

الاستحقاق ، أى فى تاريخ استهلاك السند بعد ١٠ سنوات (يطلق على هذا السند الكوبون الصفرى) أو السند الذى لا يقدم كوبونًا . لنفترض أن العائد أو سعر الخصم المرتبط بهذا السند هو ٦٪ ، هل تذكر مناقشتنا لعاملات الخصم ؟ معامل الخصم للسند ١,٠ مقسومة على ١,٠٦ مرفوعًا إلى ١٠ تساوى (١ ÷ (١,٠٦)^١٠) = ٠,٥٥٨٤. وعليه فإن القيمة الحالية لهذا السند من سندات الخزانة الأمريكية تكون (١٠٠٠٠ دولار × ٠,٥٥٨٤) = ٥٥٨٤ دولار .

إذا انخفضت أسعار الفائدة بنسبة ١٪ وكان سعر الخصم الجديد المرتبط بالسند هو ٥٪، فإن معامل الخصم يكون : (١÷ (١,٠٥)^١٠) = ٠,٦١٣٩ ، وعليه تكون القيمة الحالية للسند الآن: (١٠٠٠٠ دولار × ٠,٦١٣٩) = ٦١٣٩ دولار ، بزيادة قدرها ٥٥٥ دولار ، أو نسبة ١٠٪ عن قيمة نفس السند عند خصمه بنسبة ٦٪ .

إذا كانت أسعار الفائدة سوف تنخفض بنسبة ١٪ إضافى ، لذلك فإن سعر الخصم المرتبط بالسند يكون ٤٪ ومعامل الخصم هو : (١÷ (١,٠٤)^١٠) = ٠,٠٦٧٥٦ ، وعليه فإن القيمة الحالية يمكن أن تساوى ٦٧٥٦ دولار بزيادة قدرها ٦١٧ دولارًا أو ١٠٪ عن قيمة نفس السند عند خصمه بنسبة ٥٪ .

والآن دعنا نستكشف التحليل المقارن لتقييم الأسهم . ترتبط معظم قيمة الأسهم وخاصة أسهم النمو بالنمو المتوقع فى التدفقات النقدية والعوائد البعيدة فى المستقبل . ووفقًا لتعريف الأسهم العادية ، فإنها ليس لها استحقاق محدد أو قيمة اسمية ، وأسهم القيمة بصفة خاصة بعيدة فيما يتعلق بمتوسط عمر التدفقات النقدية .

إذا تجاهلنا مؤقتًا قاعدة (١ ، ٥ ، ٧ ، ١٠) والتى تعمل على تقصير متوسط عمر التدفقات النقدية بدرجة كبيرة لأغراض التقييم ، فإن قيم الأسهم تكون حساسة للغاية للتغيرات فى معدلات الفائدة . ومن تحليلنا لسعر الفائدة عاليه ، فإن التغير فى معدلات الفائدة بنسبة ١٪ يمكن أن ينتج عنه تغير قدره ١٠٪ أو أكثر فى قيم الأسهم .

تعتبر حساسية سعر السهم وسعر الفائدة سلاحًا ذا حدين . تستفيد قيم الأسهم وخاصة قيم أسهم النمو التى تعطى توزيعات قليلة أو لا تعطى توزيعات مطلقًا بدرجة كبيرة عندما تهبط أسعار الفائدة . لقد رأينا هذا

بوضوح خلال أواخر التسعينات . وعلى العكس ، سوف تعمل معدلات الفائدة المرتفعة على خفض قيمة الأسهم بنفس السرعة التى ترفع بها معدلات الفائدة المتدنية قيمة الأسهم لأعلى فى التسعينات . وهذا هو التأثير الذى يقوم به معدل الخصم على قيمة الأسهم !

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وحصة الشركة من رأس المال فى السوق

دعنا نلق نظرة على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وحصة الشركة من رأس المال فى السوق الخاصين بإحدى الشركات التى لديها إصدارات مديونية وأسهم مميزة وأسهم عادية متداولة . ووفقًا للحالة التى لدينا ، سوف نلقى نظرة فاحصة على هيكل رأس مال شركة كونسوليداتيد أديسون بولاية نيويورك (ED: www.ConEdison.com/) وهى إحدى شركات المرافق التى توفر الكهرباء ، والتى لديها الكثير من إصدارات المديونية والأسهم المميزة وكذلك الأسهم العادية . بعد دراسة ميزانية هذه الشركة ، نعود إلى تقييمنا لشركة سيسكو والتى لها هيكل رأس مال نمطى يتكون فقط من الأسهم العادية .

دعنا نقم بدراسة هيكل رأس مال شركة أديسون فى ٣١ ديسمبر ٢٠٠١ ونحدد مقدار إصدارات المديونية والأسهم المميزة والأسهم العادية القائمة . وسوف نلقى نظرة على ميزانية الشركة (الرسم ٦ ــ ١) وقائمة الدخل (الرسم ٦ ـ ٢) للحصول على المعلومات اللازمة .

من قائمة المركز المالى نجد أن الشركة لديها ٥٥٠١ مليون دولار من الديون القائمة طويلة الأجل . إذا أردنا وصفًا دقيقًا لهيكل رأس مال إحدى الشركات يمكننا الدخول مباشرة عن طريق الشبكة على الملفات التنظيمية للشركة لدى هيئة الرقابة والإشراف . نقوم بفحص المذكرة بى من الملف 10K الخاص بالشركة لعام ٢٠٠١ والموجود لدى هيئة الرقابة والإشراف ، وهكذا وجدنا أن شركة أديسون لديها ٢٥ التزامًا (إصدارات) مختلفة خاضعة للضريبة يبلغ إجماليها ٤,١٠٥ مليار دولار ذات آجال استحقاق تتراوح من عام ٢٠٠٢ وحتى عام ٢٠٤١ ، وتتراوح معدلات الفائدة عليها من ٦,٣٧٥٪ إلى ٨,١٢٥٪. كما أن الشركة ملتزمة

أيضا بـ ١,١٩١ مليار دولار من الديون المعفاة من الضرائب والتى أصدرت بالنيابة عن الشركة بمعرفة هيئة بحوث وتطوير الطاقة بولاية نيويورك . وتتراوح آجال استحقاق الإصدارات الـ ١٣ المعفاة من الضرائب من عام ٢٠١٤ وحتى عام ٢٠٣٦ ، ويتراوح معدل الفائدة عليها من ١,١٨١٪ إلى ٧,٥٪. كما أن الشركة لديها أربع سلاسل على الأقل من الأسهم المميزة القائمة بقيمة اسمية إجمالية ٢٦٩,٦ مليون دولار ألا يبدو أن هيكل رأسمال شركة أديسون مربكًا بدرجة كافية ؟

تشير قائمة الدخل إلى أن الشركة لديها متوسط أسهم متداول قدره ٢١٢,١ مليون سهم أساسى ، ٢١٢,٩ مليون سهم مخفف . ونحن عمومًا نستخدم الأسهم المتداولة المخففة عندما ننظر إلى هيكل رأس المال ونبغى تحديد قيمة أحد الأسهم . وبالطبع لابد عند تحديد قيمة الأسهم الأخذ فى الاعتبار تأثيرات خيارات الأسهم والسندات القابلة للتحويل والأسهم المميزة . تُظهر قائمة المركز المالى لشركة أديسون أن القيمة الدفترية للأسهم العادية المتداولة هى ٥٦٦٦ مليون دولار . فى ٢٦ أغسطس ٢٠٠٢ ، كان سعر إغلاق سهم شركة أديسون ٤٢,٥٣ دولارًا للسهم . وعلى هذا تكون الحصة السوقية للشركة من الأسهم هى :

٢١٢.٩ مليون سهم متداول × ٤٢.٥٣ دولار = ٩٠٥٤ مليون دولار

قائمة مجمعة ومختصرة لمركز شركة أديسون المالى

فى ٣١ ديسمبر (الأرقام بالألف دولار)	٢٠٠١	٢٠٠٢
الأصول		
صافى المصانع	$١٢٢٤٨٣٧٥	$١١٩٣٥١٧٠
تدفقات نقدية واستثمارات نقدية مؤقتة	٢٧١٣٥٦	٩٤٨٢٨
حسابات القبض-عملاء- ناقص المخصص للحسابات المشكوك فى تحصيلها	٦١٣٧٣٣	٩١٠٣٤٤
الوقود والغاز المخزن ، والمواد بمتوسط التكلفة	٢٢٠٦٩٩	٢٤٢٩٢٩
أصول جارية أخرى	٣٢٤٣٠٧	٣٩٥٢٤٥
إجمالى الأصول الجارية	١٤٣٠٠٩٥	١٦٤٣٣٤٦
إجمالى الاستثمارات	٢١٦٩٧٩	٥٢٦٠٨٩
شهرة المنشأة والأصول غير الملموسة	٥٢٩٣٣٠	٤٨٨٧٠٢
أصول غير جارية أخرى وتكاليف مؤجلة	٢,٥٧١٣٣٢	٢١٧٣٩٣٨
إجمالى تكاليف مؤجلة	٣,١٠٠٦٦٢	٢٦٦٢٦٤٠
الإجمالى	$ ١٦٩٩٦١١١	$ ١٦٧٦٧٢٤٥
حصة رأس المال والالتزامات		
إجمالى حقوق ملكية المساهمين من الأسهم العادية	$ ٥٦٦٦٢٩٨	$ ٥٤٧٢٣٨٩
الأسهم المميزة	٢٤٩٦١٣	٢٤٩٦١٣
إصدارات مديونية طويلة الأجل	٥٥٠١٢١٧	٥٤١٥٤٠٩
إجمالى رأس المال	١١٤١٧٠٩٨	١١١٣٧٤١١
حقوق الأقلية	٩٥٢٢	٨٤١٦
الديون طويلة الأجل المستحقة خلال عام	٣١٠٩٥٠	٣٠٩٥٩٠
كمبيالات مستحقة	٣٤٣٧٢٢	٢٥٥٠٤٢
حسابات دفع	٦٦٥٣٤٢	١٠٢٠٤٠٢
التزامات جارية أخرى	٨٩٠٥٥١	٧٣٠٩٩٩
إجمالى الالتزامات الجارية	٢٢١٠٥٦٥	٢٣١٦٠٣٣
إجمالى الالتزامات غير الجارية والديون المؤجلة	٣٣٥٨٩٢٦	٣٣٠٥٣٨٥
الإجمالى	$ ١٦٩٩٦١١١	$ ١٦٧٦٧٢٤٥

الرسم ٦ ـ ١ قائمة المركز المالى لشركة أديسون

القيمة السوقية مقابل القيمة الدفترية

تؤكد نظريات الاقتصاد أن حصة رأس مال الشركة فى السوق تساوى القيمة السوقية الإجمالية للديون المتداولة والأسهم المميزة والأسهم العادية للشركة .

حصة رأس مال الشركة فى السوق = القيمة السوقية (الأسهم العادية + الأسهم المميزة + الديون المتداولة)

قائمة مجمعة ومختصرة لمركز شركة أديسون المالى

العام المنتهى فى ٣١ ديسمبر (الأرقام بالألف دولار) .	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩
إيرادات التشغيل			
كهرباء	$ ٦٨٨٧٨٦٣	$ ٦٩٣٨١٢٨	$ ٥,٧٩٢٦٧٣
غاز	١٤٦٥٩٥٧	١٢٦١٩٧٠	١,٠٠٠٠٨٣
بخار	٥٠٣٧٣٦	٤٥٢١٣٥	٣٤٠٠٢٦
غير خدمية	٧٧٦٤٠٩	٧٧٩١٥٨	٣٥٨٥٤١
إجمالى إيرادات التشغيل	٩٦٣٣٩٦٢	٩٤٣١٣٩١	٧٤٩١٣٢٣
مصروفات التشغيل			
طاقة ووقود مشترى	٤٠٢٤٣٧٢	٣٩٩٥٤٩١	٢٢٥٤٠٧٣
غاز مشترى بغرض البيع	٨٥٩٩٦١	٧٨٩٠٨٠	٤٨٥١٥٥
عمليات أخرى وصيانة	١٤٩٢٢٤١	١٦٠٤٦٤٤	١٦٢٦٦٠٢
إهلاك واستهلاك	٥٢٦٢٣٥	٥٨٥٤٠٧	٥٢٦١٨٢
ضريبة دخل وضرائب أخرى	١٦٠٣٦٨٠	١٤٣٩٦٣٣	١٥٧٩٥١٢
إجمالى مصروفات التشغيل	٨٥٠٦٤٨٩	٨٥١٤٢٥٥	٦٤٧١٥٢٤
دخل التشغيل	١١٢٧٤٧٣	١٠١٦١٣٦	١٠١٩٧٩٩
دخول أخرى (خصم)	٧٥٨	١٢٢٦٣	٣١٩٧٢
الدخل قبل تكاليف الفائدة	١١٢٦٧١٥	١٠٠٣٨٧٣	١٠٥١٧٧١
تكاليف الفائدة	٤٣٠٨٨٠	١٠٧٤٤٥	٣٣٧٥٦٣
صافى الدخل	٦٩٥٨٣٥	٥٩٦٤٢٨	٧١٤٢٠٨
احتياجات خاصة بتوزيعات الأسهم المميزة	١٣٥٩٣	١٣٥٩٣	١٣٥٩٣
صافى الدخل للأسهم العادية	$ ٦٨٢٢٤٢	$٥٨٢٨٣٥	$ ٧٠٠٦١٥
الدخل لكل سهم عادى – أساسى	$ ٣,٢٢	$ ٢.٧٥	$ ٣.١٤
الدخل لكل سهم عادى – مخفف	$ ٣,٢١	$ ٢.٧٤	$ ٣.١٣
التوزيعات لكل سهم عادى	$ ٢.٢٠	$ ٢.١٨	$ ٢.١٤
متوسط عدد الأسهم المتداولة (بالمليون) - أساسى	٢١٢١	٢١٢٢	٢١٣٤
متوسط عدد الأسهم المتداولة (بالمليون) - مخفف	٢١٢٩	٢١٢٤	٢١٣٩

الرسم ٦-٢ قائمة الدخل لشركة أديسون

يستخدم أسلوب التدفقات النقدية المخصومة للشركة القيم السوقية المختلفة لحساب حصة رأس مال الشركة فى السوق ، وكذلك مقدار الديون وحقوق الملكية . ولإيضاح هذه النقطة ، انظر إلى القيمة الدفترية والبالغة ٥٦٦٦ مليون دولارًا مقابل القيمة السوقية بمبلغ ٩٠٥٤ مليون دولار للأسهم العادية لشركة أديسون . تصل نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لشركة أديسون إلى (٥٦٦٦ دولار ÷ ٩٠٥٤ دولار) ٦٢,٦٪.

تعتبر القيمة الدفترية لإصدارات الديونية والأسهم الميزة مقياس محاسبى يتعلق بمقدار الأموال التى قامت الشركة بجمعها عندما تم إصدار كل ورقة مالية . كما أن القيمة الدفترية للأسهم العادية تعتبر أحد المعايير المحاسبية المرتبطة بمقدار الأموال التى جمعتها الشركة عند إصدار السهم ، بالإضافة إلى مبلغ العوائد المجمعة التى تم الاحتفاظ بها على مدى عمر الشركة .

وتعتبر القيمة السوقية لإصدارات المديونية والأسهم الميزة والعادية هى السعر الذى يتم التعامل به على الالتزامات المحددة فى السوق اليوم مضروبًا فى مقدار التداول . وبسبب التعاملات المستمرة للأسهم وحقيقة أن أسعار الأسهم يمكن مراقبتها ، من السهل تحديد القيمة السوقية للأسهم العادية . إلا أن إصدارات المديونية والأسهم الميزة يتم التعامل عليها بدرجة أقل ، وغالبًا ما تكون قابلة للتفاوض ، لهذا فإن أسعار السوق لهذه الأوراق المالية لا يمكن مراقبتها بسهولة ، ومن الصعب تحديدها .

إذا كنا نتوقع عائدًا قدره ١٠٪ على سهم شركة أديسون ، وكانت قيمته السوقية هى ٤٢,٥٣ دولارًا للسهم ، فإن توقعاتنا أننا سوف نحقق ١٠٪ سنويًا على القيمة السوقية ٤٢,٥٣ دولارًا أى ٤,٢٥ دولارات للسهم ، وهو ما سوف يتمثل فى توزيعات الأرباح أو الزيادة فى سعر السهم ، لكننا سوف نشعر بالإحباط إذا حصلنا على ١٠٪ على القيمة الدفترية الأقل للسهم والبالغة ٢٦,٦١ دولارًا أى ٢,٦٦ دولار سنويًا . وبالتالى ، يستخدم المتخصصون القيم السوقية عندما ينظرون إلى حصة رأس مال الشركة فى سوق الأسهم العادية .

القيمة السوقية مقابل القيمة الدفترية : توصياتنا

فى الواقع الفعلى ـ وعلى النقيض من الأفكار المثالية للأكاديميين ـ فإن الأسعار الحالية للقيمة السوقية لأسهم المديونية والأسهم المميزة كثيرًا ما يكون من الصعب الحصول عليها . فى عدم وجود المخاوف الخاصة بالائتمان والمخاطر المتعارف عليها ، فإن القيم السوقية للأسهم المميزة وأسهم المديونية إلى حد كبير لا تبتعد كثيرًا عن القيم الدفترية المرتبطة بها . فى محاولة للمحافظة على الوقت ، ولتبسيط عملية التقييم يستخدم معظم المتخصصين فى السوق القيم الدفترية التى تعلن عنها الشركة بالنسبة لأسهم المديونية والأسهم المميزة عندما يختبرون حصة رأس مال الشركة فى السوق .

ودائمًا ما يستخدم المحترفون فى السوق القيمة السوقية للأسهم العادية عند اختبار حصة رأس مال الشركة فى السوق . وكما سنرى فى أمثلة التقييم ، فإن القيمة السوقية للأسهم العادية أحيانًا لا تكون على علاقة وثيقة بقيمتها الدفترية . إن أسعار الأسهم متاحة للجميع . وتمشيًا مع هذا الأجراء المتبع فى السوق ، فإننا نقوم باستخدام القيم الدفترية بالنسبة لأسهم المديونية ، والأسهم المميزة ، والقيم السوقية للأسهم العادية فى جميع أمثلة التقييم التى سوف نقوم بها .

القيمة السوقية مقابل القيمة الدفترية لشركة أديسون

سوف نقوم باستخدام القيم الدفترية لأسهم المديونية والأسهم المميزة المتداولة لشركة أديسون وكل من القيمة الدفترية والقيمة السوقية للأسهم العادية للوصول إلى قائمة برأس مال الشركة فى السوق كما هو موضح فى الجدول ٦ ـ ١ .

القيمة السوقية مقابل القيمة الدفترية لشركة سيسكو

إن شركة سيسكو مثلها مثل معظم شركات التكنولوجيا والتى لها درجة عالية من النشاط ومخاطر التشغيل وليس لديها أسهم مديونية أو أسهم مميزة متداولة . ووفقًا لميزانية شركة سيسكو (الرسم ٥ ـ ٤) فى ٢٧ يوليه ٢٠٠٢ ، كانت القيمة الدفترية للأسهم العادية لشركة سيسكو ٢٨٦٥٦ مليون دولار . ووفقًا لقائمة دخل الشركة (الرسم ٥ ـ ٢) كان لديها

٧٣٠١ سهمًا متداولة فى حساب لكل سهم أساسى ، ٧٤٤٧ سهمًا متداولة فى حساب لكل سهم مخفف . سوف نقوم باستخدام الرقم المخفف الأعلى لتحديد حصة شركة سيسكو من الأسهم فى السوق . كان سعر إغلاق سهم شركة سيسكو فى ١٤ أغسطس ٢٠٠٢ ، تاريخ تقييم الشركة هو ١٤,٤٥ دولارًا وهو ما يعطى حصة سوقية كلية من السهم لشركة سيسكو قدرها ١٠٧٦٠٩ مليون دولار (انظر الجدول ٦ ــ ٢) وبذلك تكون نسبة حصة الأسهم الدفترية إلى الحصة السوقية لشركة سيسكو ، وهى إحدى شركات التكنولوجيا والتى كان لها معدلات نمو مرتفعة جدًا قبل عام ٢٠٠٢ هى : (٢٨٦٥٦ دولار ÷ ١٠٧٦٠٩ دولار) = ٢٦,٦٪ أى أقل بكثير من نسبة ٦٢,٦٪ لشركة أديسون ، وأعتقد أن الفارق واضح .

الجدول ٦ ــ ١ حصة رأس المال فى السوق لشركة أديسون

٢٠٠١/١٢/٣١
(الأرقام بالمليون دولار)

	القيمة السوقية		القيمة السوقية	
	إجمالى	٪	إجمالى	٪
السندات	$ ٥٥٠١,٢	٪٤٨,٦	$ ٥٥٠١,٢	٪٣٧١,١
الأسهم المميزة	$٢٤٩,٦	٪٢,٢	$ ٢٤٩,٦	٪١,٧
الأسهم العادية	$٥٥٦٦,٢	٪٤٩,٢	$ ٩٠٥٤,٦	٪٦١,٢
إجمالى حصة رأس مال الشركة	$١١٣١٧,٠	٪١٠٠,٠	$ ١٤٨٠٥,٤	٪١٠٠,٠

الجدول ٦ ـ ٢ حصة رأس المال فى السوق لشركة سيسكو

	٢٠٠٢/٧/٢٧ (الأرقام بالمليون دولار)			
	القيمة السوقية		القيمة السوقية	
	إجمالى	٪	إجمالى	٪
المديونية	$٠,٠	٠,٠٪	$٠,٠	٠,٠٪
الأسهم المميزة	$٠,٠	٠,٠٪	$٠,٠	٠,٠٪
الأسهم العادية	$٢٦٦٥٦,٠	١٠٠,٠٪	$١٠٧٦٠٩,٢	١٠٠,٠٪
إجمالى حصة رأس مال الشركة	$٢٦٦٥٦,٠	١٠٠,٠٪	$١٠٧٦٠٩,٢	١٠٠,٠٪

تقدير المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال شركة أديسون

قبل تقدير كل عناصر التكاليف التى يتكون منها متوسط رأس المال المرجح ، دعنا نجرب أحد الأمثلة البسيطة . دعنا نفترض التالى : تكلفة إصدارات المديونية قبل الضرائب لشركة أديسون هى ٥,٢٥٪ والتى تمثل هامشًا قدره ١٪ عن أوراق الخزانة ، تكلفة المديونية بعد الضرائب للشركة (بفرض معدل ضريبة قدره ٣٥٪) هى [٥,٢٥٪ × (١- ٠,٣٥)] = ٣,٤١٪ ، وتكلفة الأسهم المميزة هى ٦,٥٦٪ وتكلفة حقوق الملكية من الأسهم العادية هى ٥,٦٧٪ . وبالتالى يكون متوسط رأس المال المرجح لشركة أديسون فى ٢٦ أغسطس ٢٠٠٢ على أساس هذه الافتراضات ، قيمة سوقية مرجحة للأسهم العادية وقيمة دفترية مرجحة لأسهم المديونية والأسهم الميزة (انظر الجدول ٦ ـ ١) .

المتوسط المرجح لتكلفة راس المال لشركة اديسون =

٣٧,١٪ (٣,٤١٪) + ١,٧٪ + (٦,٥٦٪) + ٦١,٢٪ (٥,٦٧٪) = ٤,٨٤٪

فيما يلى بيان بمدخلاتنا لبرنامج ValuePro 2002 المتعلقة بتكلفة رأس المال وحصة رأس مال الشركة فى السوق . وسوف نوضح كيف ومن أين تأتى هذه الأرقام فى الصفحات التالية :

مدخلات التقييم المتعلقة بتكلفة رأس المال وحصة رأس مال الشركة فى السوق

تتمثل مدخلاتنا الأساسية لبرنامج ValuePro2002 والمتعلقة بتكلفة رأس مال ، وحصة رأسمال شركة أديسون فى السوق كما يلى :

سعر السهم (بالدولار)	٢٤,٥٣ دولار
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	٢١٢,٩ مليون
عائد أوراق الخزانة استحقاق ١٠سنوات (٪)	٤,٢٥٪
الهامش بين السندات وأوراق الخزانة(٪)	١,٠٪
العائد على الأسهم المميزة (٪)	٦,٥٦٪
علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣ ٪
معامل بيتا للشركة	٠,٤٧٢٥
قيمة المديونية القائمة (بالمليون دولار)	٥٥٠١,٢
قيمة الأسهم المميزة القائمة (بالمليون دولار)	٢٤٩,٦

وكما نرى من القيد الأخير فى العمود الذى على اليسار من الرسم (٦ ـ ٣) ، فإن متوسط رأس المال المرجح بالنسبة لشركة أديسون فى هذا المثال هو ٤,٨٤٪ . يتيح أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة بعمل مدخلات سنوية لمتوسط رأس المال المرجح على مدى فترة العائد الإضافي . وسوف ننظر إلى هذا النوع من التعديل فى التقييم بالنسبة لمتوسط رأس المال المرجح المتغير فى الفصل الثامن . يتيح لنا متوسط رأس المال المرجح المتغير تضمين التأثيرات المختلفة ، وهياكل رأس المال ، ومعدلات الخصم فى عملية التقييم .

برنامج ValuePro 2002
شاشة الإدخال العامة
القيمة الحقيقية للسهم ٤١,٠٦ دولارًا
مدخلات عامة

رمز الشركة... ConEd

البند	القيمة	البند	القيمة
فترة العائد الإضافي (بالسنوات)	١٠	معدل الإهلاك (نسبة من الإيرادات)	٥,٤٦
الايرادات (بالمليون دولار)	٩٦٣٣,٩	معدل الاستثمار (نسبة من الإيرادات)	١١,٤٦
معدل النمو (٪)	٤,٠٠	رأس المال العامل (نسبة من الإيرادات)	١,٧٦
صافي هامش ربح التشغيل (٪)	١١,٧	الأصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	١٣٥٣,٥
معدل الضريبة (٪)	٣٥,٠٠	علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣,٠٠
سعر السهم (بالدولار)	٤٢,٥٣	معامل بيتا للشركة	٠,٤٧
الأسهم المتداولة	٢١٢,٩	قيمة الديون القائمة (بالمليون دولار)	٥٥٠١,٢
العائد على أوراق الخزانة لعشر سنوات	٤,٢٥	قيمة الأسهم المميزة القائمة (بالمليون دولار)	٢٤٩,٦
الهامش بين السندات وأوراق الخزانة	١,٠٠	الالتزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٣٢٢٦,٨
عائد الأسهم المميزة	٦,٥٦	المتوسط المرجح لرأس مال الشركة (٪)	٤,٨٤

الرسم ٦ ـ ٢ صفحة المدخلات العامة لشركة أديسون

تكلفة حقوق ملكية الأسهم العادية والأسهم المتداولة

إن تكلفة حقوق الأسهم العادية هي معدل العائد السنوي الذي يتوقع المستثمر تحقيقه عن الاستثمار في أسهم الشركة . يتكون هذا العائد من توزيعات أرباح مدفوعة على الأسهم بالإضافة إلى أية زيادة (أو مطروحًا منه أي انخفاض) في القيمة السوقية للأسهم . على سبيل المثال ، إذا كان المستثمر يتوقع عائدًا قدره ١٠٪ من أسهم شركة أديسون واشترى السهم بسعر ٤٢,٥٣ دولار ؛ فإن توقعاته هي أن يحصل على ٤,٢٥ دولار من خلال مجموع التوزيعات (حاليًا ٢,٢٢ دولار لكل سهم خلال عام ٢٠٠٢) وكذلك الزيادة أو التحسن في سعر السهم (مفترض أن تكون ٢,٠٣ دولار لتعطى المستثمر العائد المتوقع وقدره ١٠٪ ، وبالتالي يكون الإجمالي ٤,٢٥ دولارات) خلال العام .

المعدل الخالى من المخاطر والعوائد المتوقعة

دعنا نلق نظرة على معدل العائد بصفة عامة ، والذى يجب أن يتوقعه المستثمر من أحد الأسهم . ونحن نستخدم نموذج تسعير رأس المال الذى ناقشناه فى المبدأ الأساسى العاشر فى الفصل الثانى . يجب أن يتكون العائد المتوقع من أى سهم عادى معرض للمخاطر من ثلاثة عناصر :

١. عائد يتناسب مع الأوراق المالية خالية المخاطر ذات نفس الأجل أو الاستحقاق ، والذى يتضمن توقعات التضخم .
٢. عائد يتضمن مخاطر السوق المرتبطة بالأسهم العادية ككل .
٣. عائد يتضمن مخاطر النشاط التجارى والمخاطر المالية للشركة والمعروفة بمعامل بيتا للشركة .

يرتبط المقياس الأول بمعدل العائد المتاح حاليًا على أحد الأوراق المالية خالية المخاطر . ويتوقع المستثمر الذى يقوم بتقييم إحدى الأوراق المالية التى تنطوى على مخاطر مثل الأسهم العادية أن يحقق عائدًا أعلى من العائد على الورقة الخالية من المخاطر . إذا كان العائد على أحد سندات الخزانة استحقاق ١٠ سنوات هو ٥٪ ، فإن المستثمر يجب أن يتوقع عائدًا أكبر من ٥٪ بالنسبة لأحد الأسهم العادية .

العائد المتوقع المرتبط بالأسهم العادية

يرتبط المقياس الثانى للعائد بالعائد والمخاطر المرتبطة بالأسهم عامة ، وترتبط علاوة المخاطر (علاوة مخاطر الأسهم) بسوق الأسهم ككل ، كما أن علاوة المخاطر هذه يجب أن تدخل ضمن أية عملية استثمار فى الأسهم . على سبيل المثال : إذا كنت تتوقع تحقيق ٨٪ فى المتوسط من محفظة متنوعة من الأسهم ، وكان المعدل الخالى من المخاطر هو ٥٪، فإن علاوة مخاطر الأسهم = ٨٪ - ٥٪ = ٣,٠ ٪ .

علاوة مخاطر الأسهم = العائد المتوقع على السوق - المعدل الخالى من المخاطر

هناك جدل كثير حول كيفية قياس أو تقدير علاوة مخاطر الأسهم . تعتبر علاوة مخاطر الأسهم بمثابة توقع للعائد الإضافى للاستثمار فى إحدى المحافظ المتنوعة من الأسهم العادية مقابل العائد المتوقع لأحد الأوراق المالية الخالية من المخاطر . إنه العائد الإضافى الذى يتوقع أحد المستثمرين الحصول عليه زيادة على العائد للورقة المالية خالية المخاطر للتعويض عن التقلب فى السعر المرتبط بسوق الأسهم .

وقد وجد الدكتور " أسوات دامودارن "[١] من جامعة نيويورك أن الاختلاف فى المعدلات السنوية المركبة للعائد بين سوق الأسهم وسندات الخزانة قد انخفض بدرجة كبيرة فى السنوات الأخيرة . لقد لاحظ أن علاوة المخاطر لسوق الأسهم مقارنة بسندات الخزانة على أساس عائد سنوى مركب قد انخفضت من ٥,٥٪ خلال الفترة من ١٩٢٦ ـ ١٩٩٠ إلى ٣,٢٥٪ خلال الفترة من ١٩٦٢ ـ ١٩٩٠ ثم إلى ٠,١٩٪ خلال الفترة من ١٩٨١ ـ ١٩٩٠. فى هذا السياق ، على الرغم من الانخفاض فى علاوة مخاطر الأسهم ـ موضوع البحث ـ فقد استخدم متوسط الأجل الطويل لمدة ٧٥ سنة ، ٥٪ علاوة مخاطر أسهم فى حسابات تكلفة رأس المال وفى أمثلته الخاصة بالتقييم .

لقد لاحظ المستثمرون أيضًا هذا الانخفاض فى المعدل التاريخى لعلاوة مخاطر الأسهم ، ويبدو لنا أن توقعاتهم لعلاوة المخاطر هذه قد انخفضت . خلال آواخر التسعينات ، من المؤكد أن علاوة المخاطر قد انخفضت ، وربما إلى أرقام سالبة مع وعد بنمط اقتصادى جديد (يا لها من نكتة !) . ساعد المحللون فى وول ستريت ورجال الصحافة المالية وعلماء شركات الاتصالات على دعم فكرة أن العصر الجديد لشركات الإنترنت وشركات التكنولوجيا العالية سوف يخلق نموًا غير محدد أو محدود . وقد ساعد ذلك على تشجيع المستثمرين على عرض أسعار أعلى للعديد من الأسهم مما دفعها إلى معدلات غير معقولة ، والتى لا يمكن تدعيمها من خلال أرباح التشغيل التى تحققها هذه الشركات .

ونحن نعتقد أن علاوة مخاطر الأسهم المقبولة بالنسبة لسوق الأسهم لأواخر عام ٢٠٠٢ تصل إلى ٣٪ تقريبًا[٢] وهى ما نستخدمه فى التقييم الخاص بنا . منذ هجمات ١١ سبتمبر وسياسة الشركات والفضائح المحاسبية لشركة إنرون . وورلد كوم . وتايكو . وأدلفيا ، وشركات

أخرى ، فقد ارتفعت التقلبات فى كل من سوق الأسهم وسوق الديونية وحتى ديسمبر ٢٠٠٢ . ولا تزال هناك مخاوف بأن سعر المخاطر قد يكون فى زيادة قائمة . لقد كان بنك الاحتياطى الأمريكى كريمًا فى المحافظة على السيولة فى الأسواق المالية . ومع ذلك ، كان يجب أن تستمر سوق الأسهم فى الانخفاض نتيجة المبالغة فى تقييم فقاعة شركات التكنولوجيا . ومع استمرار المخاوف من هجمات الإرهابيين والمديرين التنفيذيين ، والمديرين الماليين الذين يخططون للحيل المحاسبية القادمة لتسييل خيارات الأسهم ، فإن وجهة النظر الخاصة بأسعار الأسهم المستقبلية ليست متفائلة . ومع ذلك ، فى الماضى كانت الأشياء تبدو مظلمة وبائسة ، وغالبًا ما يكون هذا وقتًا مناسبًا لشراء السهم .

العائد المتوقع المرتبط بأحد الأسهم

القياس الثالث للعائد مقابل المخاطر هو معامل بيتا ، وهو يرتبط بأحد الأسهم المعينة . ما هى مخاطر قطاع السوق التى يعمل فيها النشاط الرئيسى للشركة (مخاطر التشغيل أو مخاطر النشاط التجارى) ؟ ما مدى خطورة الهيكل المالى أو الرافعة المالية للشركة (مخاطرها المالية) ؟ يقيس معامل بيتا مخاطر الشركة المرتبطة بمخاطر سوق الأسهم عامة . وتزيد المخاطر الكبيرة (تشغيل أو نشاط) والتى تقاس بالتنوع الكبير فى العوائد معامل بيتا للشركة . وبالمثل ، مع الرافعة المالية الكبيرة (ديون مرتفعة إلى نسبة القيمة) وزيادة المخاطر المالية ، يجب أن يكون معامل بيتا لسهم الشركة كبيرًا أيضًا . ومع وجود معامل بيتا كبير ، يجب أن يتوقع المستثمر عائدًا أكبر .

يبلغ مقدار معامل بيتا لمتوسط المخاطر لإحدى الشركات فى سوق الأسهم ١,٠ . بيد أن معامل بيتا لإحدى الشركات والتى تكون مخاطرها أقل من المتوسط مثل إحدى الشركات التى تعمل فى إحدى الصناعات المنظمة يكون أقل من ١,٠ ، على سبيل المثال : وفقًا لبرنامج Value Line ، فإن معامل بيتا لشركة أديسون هو ٠,٤٧٢٥ . وعلى العكس تكون معاملات بيتا للشركات ذات مخاطر تشغيل أعلى من المتوسط مثل ميكروسوفت أو سيسكو والتى تعمل فى صناعة سريعة التغير مثل صناعة البرامج وأجهزة الكمبيوتر أكبر من ١,٠٠ . ووفقًا لموقع

Yahoo Finance من خلال دليل السوق لها ، فإن معامل بيتا لشركة ميكروسوفت هو ١,٢٧. ووفقًا لنفس الموقع فإن معامل بيتا لشركة سيسكو هو ١,٩٣. من الواضح أن شركات الكمبيوتر أكثر تقلبًا من شركات الكهرباء.

العائد المتوقع ونموذج تسعير الأصل الرأسمالى

وكما تذكر من الفصل الثانى ، فالنموذج المالى الذى يستخدم معامل بيتا كمقياسه الوحيد للمخاطر (نموذج ذو عامل واحد) هو نموذج تسعير الأصل الرأسمالى . ويستخدم العديد من المحللين فى السوق هذا النموذج لتقييم أحد الأسهم . وتكون العلاقة بين المخاطر والعائد الذى يحدده النموذج والتى تدخل ضمن تحليل التدفقات النقدية الحرة لنا وبرنامج ValuePro 2002 هى :

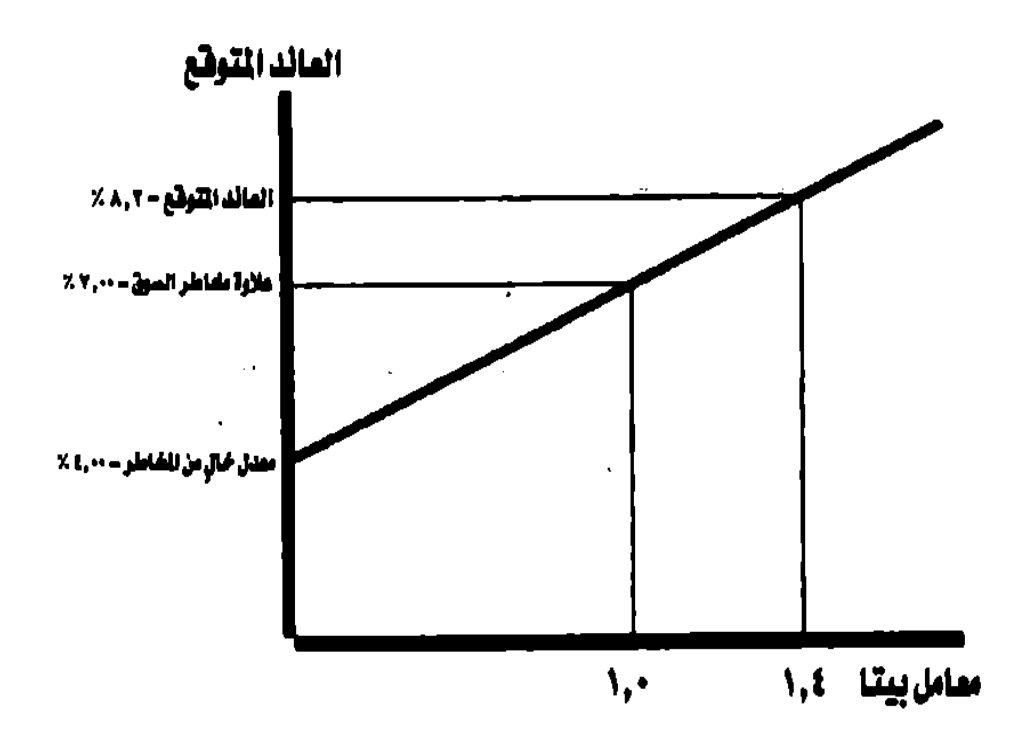
العائد المتوقع لأحد الأسهم [المعدل الخالى من المخاطر + (معامل بيتا × علاوة مخاطر السهم)]

أى أن العائد المتوقع على أحد الأسهم يساوى المعدل الخالى من المخاطر بالإضافة إلى معامل بيتا لهذا السهم مضروبًا فى علاوة مخاطر الأسهم (على سبيل المثال ٣٪) . بالنسبة لشركة أديسون وسيسكو عند وضع هذه المعادلة فى أرقام تبدو المعادلة على النحو التالى :

العائد المتوقع لسهم شركة اديسون = [٤.٢٥٪ + (٠.٤٧٢٥ × ٣٪)) = ٥.٦٧٪]

العائد المتوقع لسهم شركة سيسكو = [٤.٢٥٪ + (١.٩٣ × ٣٪) = ١٠.٠٤٪]

ينتج عن معادلات نموذج تسعير الأصل الرأسمالى علاقة خطية بين العائد المتوقع عل أحد الأسهم ومقياس المخاطر الخاص بهذا السهم . ويتضمن الرسم (٦ ـ ٤) رسمًا بيانيًا لعلاقة المخاطر والعائد بمعدل خال من المخاطر قدره ٤٪ وعلاوة مخاطر سوق أسهم قدرها ٣٪ والعائد المتوقع لأحد الأسهم والذى له معامل بيتا قدره ١,٤.



الرسم ٦ ـ ٤ رسم بيانى لنموذج تسعير الأصل الرأسمالى

هناك المزيد من الشرح النظرى الأكاديمى لنموذج تسعير الأصل الرأسمالى ، وعلاوة مخاطر الأسهم وحساب معامل بيتا . وقد تناولنا بعضًا من هذه المفاهيم بالتفصيل فى الفصل الثانى .

تكلفة حقوق ملكية الأسهم العادية : توصياتنا

تتمثل مدخلات رأس المال ـ التى من الصعب تقديرها ـ فى معامل بيتا للشركة وعلاوة مخاطر الأسهم . لا يمكن ملاحظة أى من الرقمين بطريقة مباشرة فى السوق . عندما نقوم بتقييم إحدى الشركات عادة ما نجد معامل بيتا للشركة على موقع الشركة على شبكة الإنترنت فى موقع Yahoo Finance. إذا كنا نفكر جديًا فى الاستثمار فى الشركة ، سوف نقوم بمراجعة مصادر عديدة والتى تقوم بنشر معامل بيتا مثل موقع AOL Personal Finance والذى يستقى بياناته من مؤسسة S & P Comstock ، وكذلك MSN Investor وذلك بغرض الحصول على مجموعة من التقديرات المختلفة لمعامل بيتا . ثم بعد ذلك نستخدم متوسط هذه المعاملات أو معامل بيتا الأعلى قيمة لكى نحصل على تقدير أكثر تحفظًا للقيمة الحقيقية .

كان تقديرنا لعلاوة مخاطر الأسهم بمقدار ٣٪ بشكل ثابت على مدى السنوات العديدة الماضية وباستثناء واحد . ونتيجة لعدم التأكد الشديد والخوف الذى سيطر على سوق الأسهم فى أعقاب هجمات الحادى عشر من سبتمبر ، قمنا برفع علاوة المخاطر لتصل إلى ٥٪ . كان لمثل هذا التغير تأثير سلبى على قيمة الأسهم ودفع القيم الحقيقية للأسهم إلى أسفل بنسبة من ١٥٪ إلى ٣٥٪ . وبعد أن بدأت الولايات المتحدة حربها على الإرهاب وبدت الحرب ناجحة ، قمنا بتخفيض علاوة مخاطر الأسهم إلى ٣٪ .

مقدار الأسهم المتداولة ـ مشكلة الخيارات

المدخل الأخير المرتبط بتكلفة حقوق ملكية الأسهم هو مقدار الأسهم المتداولة. وحيث إن هذا الرقم هو الذى تتم القسمة عليه عند حساب القيمة الحقيقية لأحد الأسهم ، فإن مقدار الأسهم المتداولة يعد أحد المدخلات المهمة جدًا . تقوم العديد من المؤسسات ـ وخاصة شركات التكنولوجيا ـ مثل ميكروسوفت وسيسكو وإنتل بتقديم خيارات عديدة الأسهم كجزء من برنامج التعويض للعديد من العاملين . فى النهاية ، عندما تصبح هذه الخيارات أو إذا أصبحت فى حوزتهم بشكل قانونى ، وكانت لها قيمة حقيقية ؛ بمعنى أن سعر السوق للسهم أعلى من سعر تنفيذ الخيارات ، تظهر مشكلة خطيرة تتعلق بالتخفيف بالنسبة لحملة الأسهم وتؤثر بطريقة سلبية على قيمة الأسهم .

وثمة سؤال رئيسى يتم مناقشته فى السوق يتعلق بتأثير التخفيف الخاص بخيارات الأسهم ومدى تأثيرها على حساب مقدار الأسهم المتداولة . توجد حاليًا منافسات كثيرة فى الصحافة المالية وصناعة المحاسبة وفى واشنطن حول موضوعات الخيارات والتعويضات ، أو مكافآت المديرين التنفيذيين للشركات . فقد لجأ بعض المسئولين فى الشركات إلى ممارسات محاسبية موضع شك لفترة من الوقت لدعم العوائد وأسعار الأسهم ، وذلك بغرض تسييل الخيارات . لقد انتهت مقولة : " قيمة السهم لحملة الأسهم الحاليين " لتصبح : " علينا أن نحرص على دفع مؤقت لأسعار الأسهم حتى يتسنى للإدارة أن تقوم بتسييل خيارات الأسهم لديها وتتحايل على حملة الأسهم " . ويعد منح أسهم بما قيمته

١,١ مليار دولار للإدارة العليا لشركة كمبيوتر أسوشيتس الذى تناولناه فى الفصل الثالث مثالاً جيدًا على أحد البرامج التشجيعية البشعة .

ما الذى يجب أن يكون عليه هذا الرقم إذن ؟ هل يجب أن تكون مدخلات الأسهم المتداولة هى العدد الفعلى للأسهم المتداولة ، هل يجب أن يأخذ فى الاعتبار أية خيارات من التى تم منحها أو يأخذ فى الاعتبار كل الخيارات التى تم منحها ؟

بسبب الاعتبارات القانونية الخاصة بعملية تعدد الخيارات وقلة إمكانية تسويق خيارات الأسهم ، فإن نماذج تسعير الخيارات التقليدية مثل نموذج " بلاك ـ شولز " لا تجدى عند استخدامها لتقييم خيارات الأسهم للعاملين . ويتم منح خيارات الأسهم للعاملين على أساس أن السهم سوف يكون فى حوزتهم قانونًا (والذى يعنى أن تصبح قانونية) بعد مرور فترة من الزمن . وتحدد شروط منح الخيارات أن ثلث الأسهم سوف تصبح قانونية فى نهاية العام الأول والثلث فى نهاية العام الثانى والباقى سوف يصبح قانونيًا فى نهاية العام الثالث . قد يترك العاملون الذين تم منحهم تلك الخيارات الشركة أو يتم إنهاء مدة عملهم ، وبالتالى لا يتم تنفيذ العديد من الخيارات التى منحت لهم . إن مكافأة الخيارات تكون محددة لشخص معين ، ولا يمكن بيعها أو توزيعها بمعنى أنها تكون غير سائلة تمامًا . ويعطى اعتبار الحيازة القانونية ، وقلة السيولة لخيارات الأسهم للعاملين قيمة أقل بكثير من تلك التى يمكن أن يتنبأ بها أكثر نماذج التسعير .

الأسهم المتداولة : توصياتنا

إن ما نستخدمه بالنسبة للجزء الأول من التقييم هو آخر رقم خاص بمقدار الأسهم المتداولة ، والذى يظهر على شاشة AOL Finance كما هو معلن عنه بمعرفة S&p Comstock أو من شاشة Stock Profile على موقع Yahoo Finance. وحسب معرفتنا ، تقوم هذه المواقع على الشبكة بالإعلان عن العدد الحقيقى للأسهم المتداولة على أساس آخر تقرير ربع سنوى قامت الشركة بحفظه لدى هيئة الرقابة والإشراف . إذا كان السهم يبدو واعدًا بناءً على تقييمنا المبدئى ، فإننا نقوم بفحصه بمزيد من الدقة باستخدام الرقم المخفف من الأسهم المتداولة كما هو معلن فى التقرير

ربع السنوى والتقرير السنوى للشركة . وهذا يساعدنا فى التعامل بطريقة أفضل مع مخاوفنا المتعلقة بمشكلة التخفيف للشركة . إن استخدام الأسهم المتداولة المخففة يعطى تقييما أكثر تحفظاً وهو المطلوب عندما نفكر فى أحد الاستثمارات .

الأسهم المتداولة ـ شركة أديسون

بالنسبة لشركة أديسون نقوم باستخدام الرقم المخفف للأسهم المتداولة وقدره ٢١٢,٩ مليون سهم كمدخلات للأسهم المتداولة . ويوجد مقدار الأسهم المتداولة المخفف والأساسى فى قائمة دخل شركة أديسون (انظر الرسم ٦ ـ ٢) .

الأسهم المتداولة ـ شركة سيسكو

يمثل مقدار الأسهم المتداولة لإحدى شركات النمو والتكنولوجيا مثل سيسكو مشكلة أكبر من إحدى شركات الخدمات التقليدية مثل أديسون . خلال العشرين سنة الماضية ؛ قامت شركة سيسكو بدفع نموها وعوائدها من خلال شراء شركات فى قطاعات سوقية شبه مترابطة . وقامت شركة سيسكو بتمويل هذا النشاط من الشراء من خلال إصدار أسهم جديدة ، وكذلك من خلال المنح السخى لخيارات الأسهم . لقد تباطئ نمو الأسهم المتداولة من الناحية الأساسية والناحية المخففة بدرجة كبيرة خلال السنوات الثلاث الماضية ، ويرجع هذا إلى حد كبير إلى الهبوط المفاجئ فى سعر سهم شركة سيسكو . يجب أن يمثل التاثير المخفف فى المستقبل والمرتبط بالخيارات أحد المخاوف بالنسبة للمستثمرين . نحن نستخدم عدد الأسهم المتداولة المخفف وقدره ٧٤٤٧ مليون أى ٧,٤٤٧ مليار سهم كما هو موضح فى الرسم (٥ ـ ٢) .

باختصار ، إن المدخلات الخاصة بتقييم أحد الأسهم والمرتبطة بتكلفة حصة حقوق الملكية من الأسهم العادية هى المعدل الحالى للعائد على سندات الخزانة خالية المخاطر والمستحقة على ١٠ سنوات وهو ٤,٢٥٪ وفقاً للمركز فى ١٤ أغسطس ٢٠٠٢ بالإضافة إلى معامل بيتا الخاص بالشركة (تقديرات متاحة من عدد من المصادر ـ انظر الفصل السابع) مضافاً إلى ذلك التقدير الحالى لعلاوة مخاطر الأسهم التى بلغت قيمتها ٣ ٪

فى ١٤ أغسطس ٢٠٠٢ وأخيراً مقدار الأسهم العادية المتداولة باستخدام الأسهم المتداولة المخففة .

تكلفة الديون القائمة بعد الضرائب

إن تكلفة أوراق المديونية بعد الضرائب تمثل تكلفة اقتراض الشركة للأموال فى أسواق إصدارات المديونية ، وذلك بعد الأخذ فى الاعتبار إمكانية خصم ضريبة الفائدة لتمويل الاستثمارات لنشاط الشركة .

من الضرورى استخدام عوائد أو معدلات الفائدة اليوم فى حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة لأنها تمثل أفضل توقع بالنسبة لرأس المال الجديد للشركة . وعلى العكس ، ترتبط التكاليف المعدلات السابقة بالإصدارات مثل الكوبونات ، والعوائد على العروض الأصلية على إصدارات المديوينة القائمة وإصدارات الأسهم الميزة للشركة . يجب ألا تؤثر هذه المعدلات التاريخية السابقة على قرارات الاستثمار المستقبلية فى المؤسسة أو على عملية حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال المؤسسة .

وحيث إن الأوراق المالية التى تمثل ديونًا على الشركة تعد استثمارات تنطوى على مخاطر (على الرغم من أن جميعها ليست خطيرة بنفس قدر الأسهم العادية للشركة) فإن تكلفة المديونية بعد الضرائب تعتبر بمثابة دالة لثلاثة متغيرات : معدلات العوائد الحالية المرتبطة بإصدارات المديونية ذات نفس أجل الاستحقاق والخالية من المخاطر ، بالإضافة إلى المخاطر المتعارف عليها المرتبطة بنوع الإصدار ، وكذلك معدل ضريبة دخل الشركة .

هامش سندات الخزانة الأمريكية ـ مقياس المخاطر الأساسية

إن كل الإصدارات الخاضعة للضريبة والتى يتم إصدارها والتعامل عليها فى أسواق رأس المال بالولايات المتحدة يتم تسعيرها وفقًا لما يطلق عليه هامش سندات الخزانة الأمريكية . ونعنى بهامش السندات أن كل إصدارات المديونية التى تصدرها الشركات سوف يكون لها معدل عائد أعلى (التكلفة الفعالة للفائدة) من العوائد المرتبطة بسندات الخزانة الأمريكية ذات نفس أجل الاستحقاق . وسوف يتغير هذا الهامش بمرور

الوقت حسب الظروف الاقتصادية والمخاطر المتعارف عليها المرتبطة بنوع الورقة المصدرة . ويعتمد سعر الفائدة أو معدل العائد بدرجة كبيرة على معدل العائد الخالى من المخاطر المرتبط بإصدارات الخزانة الأمريكية . ويعتبر المعدل الخالى من المخاطر استحقاق ١٠ سنوات لسندات الخزانة الأمريكية هو نقطة البدء لحساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة .

ويعتبر الهامش بين إصدارات الخزانة الأمريكية بمثابة مقياس للمخاطر الخاصة بكل شركة ، كما يعتبر أيضًا أحد المدخلات فى أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة وبرنامج ValuePro2002 . بالنسبة مثلاً لإحدى الشركات الكبيرة ذات مخاطر التشغيل الضئيلة والرافعة المالية المنخفضة (نسبة منخفضة من إصدارت المديونية فى حصة رأس مال الشركة فى السوق) . قد يكون الهامش بين أوراق الخزانة صغيرًا جدًا (٠,٧٥ ٪ إلى ١,٠٪) بالنسبة للشركات ذات مخاطر التشغيل الكبيرة أو الرافعة المالية الكبيرة ، فإن الهامش بين إصدارات المديونية وبين أوراق الخزانة الأمريكية يمكن أن يكون كبيرًا (من ٥,٠٠٪ إلى ٩,٠٠٪) .

إن أفضل طريقة لتحديد حجم المخاطر المتعارف عليها هى أن ترى كيفية التعامل على إصدارات إحدى الشركات المعينة فى السوق ومقارنته على أساس الهامش مع عوائد سندات الخزانة الأمريكية لنفس أجل الاستحقاق . يتم التعامل على عدد قليل من إصدارات المديونية فى بورصة نيويورك . وغالبًا ما تكون أسعار الإصدارات المدرجة فى البورصة والتى يتم التعامل عليها متاحة على المواقع المجانية بشبكة الإنترنت مثل yahoo . فى وقت الحاجة يمكنك اللجوء الى إحدى الصحف المالية الجيدة مثل وول ستريت جورنال أو إنفستورز بيزنس دايلى بحثا عن أسعار إصدارات المديونية . ولن يكون لدى العديد من الشركات إصدارات مديونية متداولة مدرجة أو خاضعة للتعامل فى إحدى البورصات ؛ حيث التعامل على أوراق المديونية لهذه الشركات بصورة غير علنية ، وبهذا لا تكون بيانات التعاملات متاحة للعامة .

هناك وسيلة أخرى لقياس المخاطر المتعارف عليها وتقدير الهوامش ، وهى من خلال استخدام أنظمة التصنيف أو التسعير المتعارف عليها والتى تنشرها وكالات أو مؤسسات التصنيف الائتمانى الثلاثة . مؤسسة ستاندارد آند بور ، ومؤسسة موديز أنفستور سيرفيسيز ، ومؤسسة فيتش آند

كومباني ، حيث تقوم مؤسسات التصنيف هذه بنشر التصنيفات بالنسبة للعديد من مصدرى أوراق المديونية من الشركات . ويعتبر التصنيف AAA/Aaa أعلى التصنيفات الائتمانية التى يمكن أن تحققها إحدى الشركات التى لها مخاطر منخفضة ، ومن هذه الدرجة من التصنيف تنحدر باقى درجات التصنيف .

كما توجد وسيلة أخرى مفيدة لتقدير العائد على إصدارات إحدى الشركات والتى ليس لديها سندات يتم التعامل عليها بطريقة نشطة وتتلخص فى مراجعة تكلفة الإصدارات المتداولة التى يتم التعامل عليها من وجهة نظر تصنيفية ، وذلك لشركة مماثلة ، ثم بعد ذلك استخدام هذا العائد لإعطائنا صورة مقربة عن الشركة التى نقوم بتقييمها .

تكلفة الإصدارات بعد خصم الضرائب

التعديل النهائى الذى سيتم عمله لحساب تكلفة إصدارات المديونة هو أن تأخذ فى الاعتبار تأثير ضرائب الدخل . وحيث إن مدفوعات الفائدة (والفائدة المتراكمة) تخصم من الضرائب ؛ فإنه يتم عمل تعديل للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ليعكس هذا التوفير فى الضرائب . كلما كان معدل ضريبة الدخل أعلى ، كان التوفير الناتج عن الضرائب لإصدار أوراق مديونة أكبر ، وكلما انخفضت تكلفة إصدارات المديونة بعد الضرائب . تقلل إمكانية خصم مدفوعات الفائدة تكلفة تمويل الدين بالنسبة للشركة . والمعادلة التى تمثل إمكانية الخصم هي :

تكلفة المديونية بعد خصم الضرائب =

تكلفة المديونية قبل الضرائب × (١ ـ معدل ضريبة الشركة)

على سبيل المثال ، إذا كان معدل العائد الخالى من المخاطر هو ٤,٢٥٪ وكانت إصدارات مديونية شركة أديسون يتم التعامل عليها بنسبة هامش من أذون الخزانة قدره ١,٠٪ وكان معدل الضريبة ٣٥٪، فإن تكلفة إصدارات المديونية قبل الضرائب = (٤,٢٥٪ + ١,٠٪) = ٥,٢٥٪ وبالتالى تكون تكلفة الإصدار بعد الضرائب كالتالى :

تكلفة إصدارات المديونية لشركة أديسون بعد الضرائب =

[٥,٢٥ × (١ - ٠.٣٥)] = ٣.٤١٪

تكلفة إصدارات المديونية بعد خصم الضرائب والإصدارات القائمة : توصياتنا

من الصعب في كثير من الأحوال أن تجد أسعار القيم السوقية بالنسبة للإصدارات القائمة متاحة حتى يتسنى لك حساب حصة رأس مال الشركة في السوق . في عدم وجود مخاطر الائتمان الكبيرة ، وجدنا أن القيمة السوقية لإصدارات المديونية لا تبتعد كثيرًا عن القيمة الدفترية لهذه المديونية . لذلك ، فإن استخدام القيمة الدفترية للدين لا يؤثر في عملية التقييم ، وهذا هو ما سوف نستخدمه في أمثلة التقييم التي نقوم بها .

باختصار ، تتمثل مدخلات برنامج ValuePro2002 المتعلقة بتكلفة إصدارات المديونة في تقدير العائد الجاري المرتبط بالإصدارات طويلة الأجل للشركة كما هو متمثل في الهامش بينه وبين أذون الخزانة ، وكذلك معدل الضريبة على الشركة ومقدار إصدارات المديونية القائمة . وللتبسيط ، استخدم القيمة الدفترية لإصدارات المديونية إذا لم تكن القيمة السوقية متاحة .

تكلفة إصدارات المديونية بعد خصم الضرائب والمديونية القائمة - شركة أديسون

تعمل شركة أديسون في صناعة نمطية ، ولديها نسبة منخفضة إلى حد ما من مخاطر النشاط ، ولكن لديها مقدار كبير من إصدارات المديونية القائمة . وفقًا لقائمة المركز المالي لشركة أديسون (انظر الرسم ٦ - ١) ، فإن لدى الشركة ٥٥٠١,٢ دولار قيمة دفترية للديون القائمة ، وهو الرقم الذي سوف نستخدمه في برنامج ValuePro2002 . وسوف نقوم أيضا بوضع تقدير للهامش بين الإصدارات وبين أذون الخزانة قدره ١٪ ، وسوف نستخدم أقصى نسبة ضريبة على الشركة وهي ٣٥ ٪ .

تكلفة الأسهم المميزة ومقدار الأسهم المتداولة

تعتبر الأسهم المميزة أداة مالية مهجنة ، والتي تمثل عادة جزءًا صغيرًا من هيكل رأس مال الشركة . وهي تمثل حق ملكية لجزء من أصول

الشركة يأتى قبل الأسهم العادية (وبالتالى يحمل صفة مميزة) ولكنها تأتى فى مرتبة تالية لإصدارات المديونية .

إن توزيعات الأرباح التى تدفعها الشركة على الأسهم المميزة والأسهم العادية على خلاف مدفوعات الفائدة على المديونية ليست مدفوعات خاضعة للخصم من الضرائب . ومع ذلك ، إذا كانت إحدى الشركات تملك حصة من الأسهم فى شركة أخرى ، فإنه يسمح لها بخصم معين من الضريبة على التوزيعات التى تحصل عليها (خصم التوزيعات التى تحصل عليها) . وبسبب الميزة المتعلقة بالضرائب ، فإنه من صالح الشركة امتلاك حصة من الأسهم فى شركة أخرى . كما أن قانون الضرائب الذى أقر فى مايو ٢٠٠٣ نص على تخفيض معدل الضريبة على الأسهم عادية والأسهم المميزة إلى ١٥٪ .

على مدى العقدين الماضيين ، تفنن رجال الاستثمار فى البنوك والمصدّرين من الشركات فى استخدام وهيكلة الأسهم المميزة . قد يتضمن إصدار أحد الأسهم المميزة العديد من الخيارات وهياكل توزيعات الأرباح المعقدة . من أمثلة ذلك ، إمكانية التحويل إلى أسهم عادية أو إلى إصدارات مديوينة (سندات) ذات الاسترداد الاختيارى بمعرفة الشركة بعد تاريخ معين ، كذلك أساليب تنظيم التوزيعات والمحددة للمحافظة على تساوى القيمة السوقية والقيمة الاسمية . مثل هذه الملامح التى لا يعرفها إلا قليل من المستثمرين تجعل من الصعب تقييم الأسهم المميزة على نحو سليم .

بعض الشركات لديها أسهم مميزة متداولة يتم التعامل عليها فى البورصة . إذا لم تكن الأسهم المميزة مدرجة فى إحدى البورصات ، قد يكون من الصعب معرفة أسعارها . وعادة ما تمثل الأسهم المميزة نسبة صغيرة جدًا من هيكل رأس مال معظم الشركات . ولقد وجدنا أن العائد الحالى للسوق على الأسهم المميزة ــ والذى ليس به إمكانية التحويل أو نظام وضع توزيعات أرباح مميز ـ يقع عند نقطة بين تكلفة إصدارات المديونية قبل الضرائب وتكلفة الأسهم العادية .

تكلفة الأسهم الممتازة والأسهم المتداولة : توصياتنا

عندما نقترب من أحد التقييمات ولا نجد سعرًا مناسبًا للأسهم المميزة أو سعرًا لأحد إصدارات الأسهم المميزة لشركة مماثلة . فإننا نقوم بعمل

مدى أو نطاق للعائد على الأسهم المميزة عن طريق قسمة الفرق بين تكلفة إصدارات المديونة قبل الضرائب وتكلفة الأسهم العادية .

وبالمثل ، قد يكون من الصعب الحصول على أسعار القيمة السوقية المميزة المتداولة للشركة لتحديد مقدار حصة رأس مال الشركة فى السوق . لقد وجدنا أنه إذا لم يكن هناك مقدار كبير من الأسهم المميزة المتداولة ، فإن استخدام القيمة الدفترية للأسهم المميزة ـ على عكس القيمة السوقية ـ لا يؤدى إلى انحراف التقييم بدرجة كبيرة . وعلى هذا فإننا نقوم باستخدام القيم السوقية لمقدار الأسهم المتداولة فى أمثلة التقييم التى نقوم بها .

إن مدخلات التقييم المتعلقة بالأسهم المميزة هى معدلات العائد اليوم المرتبطة بالأسهم المميزة للشركة ؛ بالإضافة إلى مقدار الأسهم المميزة المتداولة . وبغرض التبسيط ، استخدم القيمة الدفترية للأسهم المميزة إذا لم تكن القيمة السوقية متاحة .

تكلفة الأسهم المميزة والأسهم المتداولة ـ شركة أديسون

لدى شركة أديسون أحد الإصدارات من الأسهم المميزة والمدرج فى بورصة نيويورك ، ويدفع توزيعات أرباح ربع سنوية قدرها ١,٢٥ دولار (٥ دولار سنويًا) ، وكان يتم التعامل عليه فى ٢٧ أغسطس بسعر ٧٦,٢٠ دولارًا لكل سهم بعائد قدره ٦,٥٦٪ . من واقع قائمة المركز المالى للشركة (الرسم ٦ ـ ١) ، نجد أن إجمالى الأسهم المميزة المتداولة يبلغ ٢٤٩,٦ مليون دولار كقيمة اسمية .

حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ـ شركة أديسون

تعطى مدخلات شركة أديسون (سبق مناقشتها) تكلفة مرجحة لرأس المال بعد خصم الضرائب قدرها ٤٨,٨٤٪ . وسوف نقوم بعرض طريقة حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال من خلال شاشة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال فى البرنامج والظاهرة فى الرسم (٦ ـ ٥) .

برنامج ValuePro2002
شاشة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
شركة اديسون

تكلفة حقوق الملكية من الأسهم العادية

العائد على سندات الخزانة الأمريكية استحقاق ١٠ سنوات	٤,٢٥
معامل بيتا للشركة	٠,٤٧
علاوة مخاطر الأسهم	٣,٠٠
تكلفة حقوق ملكية الأسهم العادية	٥,٦٧

حصة رأسمال الشركة في السوق والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بعد خصم الضرائب

	العائد الحالى	العائد بعد خصم الضرائب	القيمة السوقية	نسبة رأس المال في السوق	العائد المرجح بعد الضرائب
الإصدارات طويلة الأجل	٥,٢٥	٣,٤١	٥٥٠١دولار	٣٧,٢٪	١,٢٧
الأسهم المميزة	٦,٥٦	٦,٥٦	٢٥٠دولار	١,٧٪	٠,١١
الأسهم العادية	٥,٦٧	٥,٦٧	٩٠٥٥دولار	٦١,٢٪	٣,٤٧
			١٤,٨٠٥دولار	١٠٠,٠٠	٤,٨٤

الرسم ٦-٥ شاشة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة أديسون

حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال - شركة سيسكو

تذكر أن شركة سيسكو ليس لديها إصدارات مديونية (سندات) أو أسهم مميزة متداولة ؛ الأمر الذى يجعل من حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة سيسكو سهلاً نسبيًا . يعتبر المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة سيسكو هو تكلفة حقوق الملكية للشركة ، والذى قمنا بحسابه فى الجزء الخاص بتكلفة حقوق الملكية والبالغ ١٠,٠٤٪. وشركة سيسكو هى شركة تكنولوجيا تعمل فى صناعة سريعة التحول ، حيث الهبوط فى قيمة الأصول يعد أبرز المخاطر . المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة سيسكو أعلى بدرجة كبيرة من شركة نمطية تعمل داخل صناعة المرافق الملة . وكما ترى من خلال المثالين فإن أسلوب الخصم هو الطريقة التى يقدم بها نموذج تسعير الأصل الرأسمالى الاختلافات فى المخاطر عند تقييم أحد الأسهم .

مدخلات التقييم المتعلقة بتكلفة رأس المال وحصة رأس مال الشركة فى السوق ـ شركة سيسكو

تتمثل مدخلاتنا الأساسية فى برنامج ValuePro2002 والمتعلقة بتكلفة رأس المال لشركة سيسكو ، وحصة رأس مال الشركة فى السوق فيما يلى :

سعر السهم (بالدولار)	$١٤,٤٥
عدد السهم المتداولة (بالمليون)	٧٤٤٧ مليون
العائد على أوراق الخزانة استحقاق ١٠ سنوات	٤,٢٥٪
الهامش بين السندات وأوراق الخزانة	٠,٠٠
العائد على الأسهم المميزة	٠,٠٠
علاوة مخاطر السهم	٣.٠٠
معامل بيتا للشركة	١.٩٣
قيمة إصدارات المديونية المتداولة (بالمليون دولار)	٠,٠٠
قيمة الأسهم المميزة المتداولة (بالمليون دولار)	٠,٠٠

بنود قائمة المركز المالى التى تدخل فى عملية التقييم : توصياتنا

تظهر القيمة الحقيقية لأسهم معظم الشركات عند خصم أرباح التشغيل المتوقعة فى المستقبل . وبالتالى ، يعتمد الجزء الأكبر من قيمة الشركة على الإيرادات والعوائد فى المستقبل ـ وهو مقياس يمكن الحصول عليه بصفة أساسية عن طريق قوائم الدخل والتدفقات النقدية للشركة . وبالرغم من ذلك ، تعد ميزانية الشركة مهمة ولها دورها فى معادلة التقييم ، وبخاصة للشركات المالية مثل سيتى جروب وميريل لينش وشركات المحافظ (شركات تشتق قيمتها من محفظة شركات التشغيل) مثل آى . سى . جى . إى وبيركشاير هاثواى (آسف يا سيد " وارين " على ذكر اسم شركة آى . سى . جى . إى واسم شركتك فى نفس الفقرة) .

توضح قائمة المركز المالى صورة للسلامة المالية للشركة فى يوم ووقت معين . يسجل الجزء الأعلى من الميزانية أصول الشركة ـ أى ما تملكه الشركة . والأصول الجارية هى الأصول التى من المتوقع تحقيقها نقديًا أو بيعها أو استهلاكها خلال عام واحد . من أمثلة تلك الأصول : الأصول الجارية النقدية ، والاستثمارات قصيرة الأجل ، والمخزون ، وحسابات القبض ، والمصروفات المسددة . فى حين أن الأصول طويلة الأجل هى الأصول التى لن تستهلك تمامًا خلال عام . ويتمثل ذلك فى الاستثمارات طويلة الأجل والمبانى والمصانع والمعدات والأصول غير الملموسة مثل شهرة المنشأة وبراءات الاختراع ، والتكاليف المؤجلة .

يسجل الجزء الأسفل من قائمة المركز المالى التزامات الشركة ـ أى ما تدين به الشركة ، بالإضافة إلى حقوق ملكية المساهمين . **تعرف الالتزامات الجارية** بأنها الالتزامات على الشركة التى من المتوقع قيام الشركة بسدادها خلال عام . وتشمل الأمثلة على الالتزامات الجارية حسابات القبض والاستحقاقات الجارية من إصدارات المديونة طويلة الأجل والمصروفات المستحقة ، والجزء الحالى أو الجارى من ضرائب الدخل المؤجلة . أما الالتزامات طويلة الأجل فهى التزامات على الشركة ، لكن لا يتطلب من الشركة سدادها خلال العام الجارى . وتشمل الأمثلة على الالتزامات طويلة الأجل عقود التأجير والالتزامات الخاصة بالضمانات والالتزامات الأخرى الخاصة بالتمويل . وتعبر حقوق الملكية عن ملكية الحصة المتبقية لحملة الأسهم فى الشركة ـ أى ما يبقى بعد طرح الالتزامات من الأصول . وتتكون حقوق ملكية المساهمين من الأسهم العادية والمميزة ورأس المال المدفوع والذى يزيد عن القيمة الاسمية وأسهم الخزينة والأرباح المحتجزة .

ما هو الدور الذى يجب أن تلعبه الميزانية فى التقييم ؟ لنفترض أن شركتين متماثلتين هما الشركة (س) والشركة (ص) لهما نفس هيكل رأس المال وتكلفة رأس المال والتدفقات النقدية من التشغيل ، كما أن التدفقات النقدية المستقبلية المتوقع تحقيقها من قبل الشركتين متماثلة . نفترض أيضًا أن الأصول طويلة الأجل للشركة مثل الشهرة ، والأصول غير الملموسة سوف تستهلك من خلال الإهلاك وتكاليف الاستهلاك فى أثناء عمل الشركة وقيامها بنشاطاتها بمرور السنين . فى النهاية . لنفترض أن القوائم المالية لكلتا الشركتين متماثلة باستثناء واحد ـ مقدار الأصول

الجارية للشركة (س) يتجاوز الأصول الجارية للشركة (ص) بمليون دولار .

هل يجب أن تتساوى قيمة شركة الشركة (س) مع الشركة (ص) ؟ كلا ! يجب أن تتجاوز قيمة الشركة (س) قيمة الشركة (ص) بمليون دولار . يعتمد هذا الاستنتاج على مبدأ المواءمة ، وقانون السعر الواحد ، وهو أسلوب متقدم فى التمويل يستخدمه المتخصصون للاستفادة من فرص التعاملات فى السوق . كيف يمكننا تضمين هذا الجانب فى عملية التقييم ؟

عند تقييم إحدى الشركات فإننا نفترض أن الأصول طويلة الأجل للشركة غير سائلة ، أو أنها كلية مخصصة لتحقيق أرباح وتدفقات نقدية مستقبلية للشركة . لذلك ، تدخل الأصول طويلة الأجل معادلة التقييم من خلال صافى هوامش أرباح التشغيل ونسب الاستثمار والإهلاك . وتدخل الالتزامات طويلة الأجل للشركة معادلة التقييم عندما يتم طرحها من إجمالى قيمة الشركة ، كما هو موضح فى أعلى شاشة General Pro Forma لشركة سيسكو . (انظر الرسم ٦ ـ ٨) . إن الطريقة المثلى لجعل قائمة المركز المالى أكثر فاعلية تكون من خلال حساب الفرق بين الأصول قصيرة الأجل مقابل الالتزامات قصيرة الأجل . لذلك نقوم بإضافة الأصول قصيرة الأجل إلى جانب قيمة الشركة فى المعادلة ونطرح الالتزامات قصيرة الأجل من إجمالى قيمة الشركة . وسوف نستخدم هذا الإجراء فى عملية التقييم التالية .

الأصول قصيرة الأجل ـ شركة سيسكو

وفقًا لميزانية سيسكو فى ٢٧ يوليه ٢٠٠٢ (الرسم ٥ ـ ٤) فإن إجمالى أصولها الجارية يبلغ ١٧,٤٣٣ مليار دولار منها ٩٤٩٤ دولار نقدية وأشباه النقدية بالإضافة إلى استثمارات قصيرة الأجل تبلغ ٣,٢ مليار دولار ، ١,١ مليار دولار فى حسابات القبض ، ٨٨٠ مليون دولار فى المخزون ، ٢ مليار دولار فى أصول ضريبية مؤجلة ، ٧٠٠ مليون دولار فى أصول جارية متنوعة . ويعد هذا قاعدة أصول قصيرة الأجل قوية جدًا .

الالتزامات قصيرة الأجل ـ شركة سيسكو

يصل إجمالى الالتزامات الجارية لشركة سيسكو إلى ٨,٣٧٥ مليار دولار . لذلك فإن نسبة الأصول الجارية إلى الالتزامات الجارية لشركة

سيسكو أكبر من ٢,٠٠ ـ مستوى جيد من السيولة . ويعتبر أكبر بنود الالتزامات قصيرة الأجل هو الإيراد المؤجل وقدره ٣,١ مليار دولار ويليه مكافآت وتعويضات مستحقة قدرها ١,٣ ملياردولار ، ٥٧٩ مليون دولار كضريبة دخل مستحقة ، ٤٧٠ مليون دولار فى حسابات الدفع ، ٢,٨ مليون دولار فى التزامات أخرى مستحقة .

مدخلات التقييم المتعلقة بالأصول والالتزامات قصيرة الأجل لشركة سيسكو

تتمثل مدخلاتنا الأساسية لبرنامج ValuePro2002 والمتعلقة بالأصول والالتزامات قصيرة الأجل لشركة سيسكو فى :

أصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	١٧٤٣٣ دولار
التزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٨٣٧٥ دولار

برنامج ValuePro 2002
شاشة الإدخال العامة
القيمة الحقيقية للسهم ١٠,٨٧ دولارًا
مدخلات عامة

رمز الشركة ... CSCO

فترة العائد الإضافي (بالسنوات)	١٠	معدل الإهلاك (٪ من الإيرادات)	٨,٣١
إيرادات (بالمليون دولار)	١٨٩١٥	معدل الاستثمار (٪ من الإيرادات)	٩,٩٦
معدل النمو (٪)	٢٠,٠٠	رأس المال العامل (٪ من الإيرادات)	٩,٦٣
صافي هامش ربح التشغيل (٪)	١٦,٤١	الأصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	١٧٤٣٣
معدل الضريبة (٪)	٣٤,٣٦	الالتزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٨٣٧٥
سعر السهم (بالدولار)	١٤,٤٥	علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣,٠٠
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	٧٤٤٧	معامل بيتا للشركة	١,٩٣
عائد أذون الخزانة لعشر سنوات (٪)	٤,٢٥	قيمة السندات القائمة (بالمليون دولار)	٠
الهامش بين السندات والأذون (٪)	٠,٠٠	قيمة الأسهم المميزة القائمة (بالمليون دولار)	٠
عائد الأسهم المميزة (٪)	٠,٠٠	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (٪)	١٠,٠٤

الرسم ٦ـ٦ شاشة إدخال رئيسية لشركة سيسكو

مثال على التقييم : شركة سيسكو

سوف نقوم بإدخال المدخلات التى سبق مناقشتها فى برنامج ValuePro2002 والذى يكوّن لنا شاشة مدخلات عامة لشركة سيسكو (الرسم ٦ ـ ٦) وشاشة خاصة بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة سيسكو (الرسم ٦ ـ ٧) وكذلك شاشة Pro Forma للشركة المذكورة (الرسم ٦ ـ ٨) . يبلغ المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال شركة سيسكو ١٠,٠٤٪ وهو يساوى تكلفة حقوق الملكية .

ValuePro2002
شاشة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
شركة سيسكو

تكلفة حقوق الملكية من الأسهم العادية	
العائد على سندات الخزانة الأمريكية استحقاق ١٠ سنوات	٤,٢٥
معامل بيتا للشركة	١,٩٣
علاوة مخاطر الأسهم	٣,٠٠
تكلفة حقوق ملكية الأسهم العادية	١٠,٠٤

حصة رأسمال الشركة فى السوق والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بعد خصم الضرائب

	العائد الحالى	العائد بعد خصم الضرائب	القيمة السوقية	نسبة رأس المال في السوق	العائد المرجح بعد الضرائب
الإصدارات طويلة الأجل	٤,٢٥	٢,٧٩	$ ٠	٪ ٠,٠	٠,٠٠
الأسهم المميزة	٠,٠٠	٠,٠٠	$ ٠	٪ ٠,٠	٠,٠٠
الأسهم العادية	١٠,٠٤	١٠,٠٤	$ ١٠٧٦٠٩	٪ ١٠٠,٠	١٠,٠٤
			$ ١٠٧٦٠٩	٪ ١٠٠,٠	١٠,٠٤

الرسم ٦ـ٧ شاشة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة سيسكو

إن كل التدفقات النقدية الحرة المتوقعة لشركة سيسكو والموضحة فى العمود ١١ من الرسم (٦ ـ ٨) تم خصمها على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وقدره ١٠,٠٤٪. وتتراوح معاملات الخصم الموضحة فى العمود ١٢ من الرسم (٦ ـ ٨) من [١ ÷ (١,٠٠٤)] = ٠,٩٠٨٨ للسنة الأولى إلى [١ ÷ (١,٠٠٤)^{١٠}] = ٠,٣٨٤١ للسنة العاشرة . وهى تساوى القيمة

المتبقية التى تبلغ ٤٨٢٦٨ مليون دولار موضحة فى أسفل العمود ١٣ من الرسم (٦ ـ ٨) .

برنامج ValuePro 2002
شاشة البيانات العامة
فائض العوائد خلال ١٠ سنوات
CSCO

فترة فائض العوائد	$ ٢٣٦١٣	إجمالى قيمة الشركة	$ ٨٩٣١٤
القيمة المتبقية	$ ٤٨٢٦٨	ديون أقل	$ ٠
أصول قصيرة الأجل	$ ١٧٤٣٣,٠	أسهم عادية	$ ٠
إجمالى قيمة الشركة	$ ٨٩٣١٤	خصوم قصيرة الأجل	$ ٨٣٧٥
		إجمالى القيمة إلى حقوق الملكية بالشركة	$ ٨٠٩٣٩
		القيمة الحقيقية للأسهم	$ ١٠٨٧

(٢) نهاية السنة	(٣) الإيرادات	(٤) صافى ربح التشغيل	(٥) الضرائب	(٦) صافى الربح بعد دفع الضرائب	(٧) الاستثمارات	(٨) الهالك	(٩) التغير فى الاستثمارات	(١٠) التغير فى رأس المال العامل	(١١) التدفقات النقدية الحرة	(١٢) عامل الخصم	(١٣) التدفقات النقدية الحرة المخصومة
١/١١/٢٠٠٣	١٨٩١٥										
١/١١/٢٠٠٤	٢٢٦٩٨	٣٧٢٥	١١٨٠	٢٤٤٥	٢٢٦١	١٨٨٦	٣٧٥	٣٩٤	١٧٠٦	٠,٩٠٨٨	١٥٥٠
١/١١/٢٠٠٥	٢٧٢٣٨	٤٤٧٠	١٥٣٦	٢٩٣٤	٢٧١٣	٢٢٩٣	٤٤٩	٤٣٧	٢٠٤٧	٠,٨٢٥٨	١٦٩١
١/١١/٢٠٠٦	٣٢٦٨٥	٥٣٦٤	١٨٤٣	٣٥٢١	٣٢٥٥	٢٧١٦	٥٣٩	٥٢٥	٢٤٥٧	٠,٧٥٠٥	١٨٤٤
١/١١/٢٠٠٧	٣٩٢٢٢	٦٤٣٦	٢٢١٢	٤٢٢٥	٣٩٠٧	٣٢٥٩	٦٤٧	٦٣٠	٢٩٤٨	٠,٦٨٢٠	٢٠١١
١/١١/٢٠٠٨	٤٧٠٦٧	٧٧٢٤	٢٦٥٤	٥٠٧٠	٤٦٨٨	٣٩١١	٧٧٧	٧٥٥	٣٥٣٨	٠,٦١٩٨	٢١٩٣
١/١١/٢٠٠٩	٥٦٤٦٠	٩٢٦٨	٣١٨٥	٦٠٨٤	٥٦٢٥	٤٦٩٣	٩٣٢	٩٠٧	٤٢٤٥	٠,٥٦٣٢	٢٣٩١
١/١١/٢٠١٠	٦٧٧٧٦	١١١٢٢	٣٨٢٢	٧٣٠٠	٦٧٥٠	٥٦٣٢	١١١٨	١٠٨٨	٥٠٩٤	٠,٥١١٩	٢٦٠٨
١/١١/٢٠١١	٨١٣٣١	١٣٣٤٦	٤٥٨٦	٨٧٦١	٨١٠١	٦٧٥٩	١٣٤٢	١٣٠٥	٦١١٣	٠,٤٦٥٢	٢٨٤٤
١/١١/٢٠١٢	٩٧٥٩٧	١٦٠١٦	٥٥٠٣	١٠٥١٣	٩٧٢١	٨١١٠	١٦١٠	١٥٦٦	٧٣٣٦	٠,٤٢٢٧	٣١٠١
١/١١/٢٠١٣	١١٧١١٧	١٩٢١٩	٦٦٠٤	١٢٦١٥	١١٦٦٥	٩٧٣٢	١٩٣٢	١٨٨٠	٨٨٠٣	٠,٣٨٤١	٣٣٨٢
	١١٧١١٧	١٩٢١٩	٦٦٠٤	١٢٦١٥	٩٧٣٢	٩٧٣٢	٠	٠	١٢٥٦٥٠	٠,٣٨٤١	٤٨٢٦٨

الرسم ٦ـ٨ شاشة General Pro Forma لشركة سيسكو

تذكر كيفية حساب قيمة نشاط الشركة من الفصل الرابع حيث :

قيمة نشاط الشركة = التدفقات النقدية من العمليات +
القيمة المتبقية + الأصول قصيرة الأجل

تتضمن هذه العملية الموضحة فى أعلى الشكل (٦ ـ ٨) قيمة نشاط الشركة وقدره ٨٩,٣١٤ مليون دولار .

وتذكر كذلك طريقة حساب قيمة الأسهم العادية من الفصل الرابع حيث :

قيمة حقوق ملكية الأسهم العادية = قيمة نشاط الشركة – إصدارات المديونية – الأسهم المميزة – الالتزامات قصيرة الأجل

وهذه العملية موضحة أيضا فى أعلى الرسم (٦ ـ ٨) وتظهر قيمة لحقوق ملكية الأسهم العادية قدرها ٨٠٩٣٩ مليون دولار مع القيمة الحقيقية لكل سهم قدرها ١٠,٨٧ دولار .

ما بعد تكلفة رأس المال ـ الخطوة التالية

لقد ناقشنا فى هذا الفصل تقدير المعدل المستخدم لخصم التدفقات النقدية الحرة المقدرة للشركة . كما ألقينا نظرة على حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ، وناقشنا كيفية تقدير تكاليف حقوق ملكية الأسهم العادية وإصدارات المديونية (السندات) والأسهم المميزة . لقد قمنا بمراجعة طريقة حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لإحدى الشركات ذات هيكل رأس مال معقد مثل شركة أديسون كما فى الرسم (٦ ـ ٥) . كما أوضحنا أيضًا كيفية التعامل مع المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال إحدى الشركات ذات الأسهم العادية المتداولة فقط مثل شركة سيسكو من خلال معادلة نموذج تسعير الأصل الرأسمالى والتى تحسب تكلفة حقوق ملكية الأسهم العادية . كما رأينا أيضًا أن استخدم القيمة السوقية للأسهم العادية والقيم الدفترية لإصدارات المديونية والأسهم المميزة هى الطريقة المقبولة عامة لحساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال إحدى الشركات .

فى الفصل السابع ، سوف نوضح أين وكيف يتسنى للمستثمر أن يجد بسرعة المعلومات المطلوبة لاستخدام أسلوب التدفقات النقدية المخصومة ووضع تقييمات مدروسة واعية . من خلال التسلح بهذه المعلومات ، سوف يكون المستثمر الذكى مستعدا لغزو عالم الاستثمار !

ملاحظات

١. " إيه . دامودارن " ، صفحة (٤٨ ـ ٤٩) .

٢. تقرير اقتصادى لـ " بيل دودلى " من مؤسسة " جولدمان ساكس " بعنوان " علاوة مخاطر الأسهم ودورة النشاط التجارى الجديدة " جريدة " يو . إس . إيكونوميكس أناليست " ، ٢١ فبراير ١٩٩٧ . وهو يعطى فكرة جيدة عن " ..... علاوة مخاطر الأسهم والتى تتمشى مع القيمة العادلة لحقوق الملكية من الأسهم مقابل السندات تصل إلى ٣٪ تقريبا " ، صفحة (٦) .

الفصل ٧

البحث عن المعلومات لعمل التقييم

لكل الأغراض ـ استخدم الإنترنت

والآن بعد أن فهمت أسلوب التدفقات النقدية المخصومة ، ربما تريد أن تختبر مهارتك فى التقييم وترى كيفية تطبيق ما تعلمت فى العالم الحقيقى . كيف تجد المدخلات الضرورية اللازمة لتقييم أحد الأسهم ؟

قبل ظهور الإنترنت ، كان من الصعب إيجاد معلومات عن عمليات الاستثمار الخاصة بإحدى الشركات . فقد كان الأمر يتضمن تحديد مكان المركز الرئيسى للشركة ، والاتصال بإدارة المستثمرين وطلب تقارير سنوية وربع سنوية مطبوعة . وكانت التقارير تستغرق أيامًا أو أسابيع لتصل عن طريق البريد . وتقدم التقارير السنوية المدخلات المتعلقة بميزانية الشركة وقائمة الدخل وبيان التدفقات النقدية . كان بإمكانك أيضًا الوصول إلى بعض المعلومات فى المكتبة المحلية (على فرض أن بها قسمًا جيدًا للاستثمار والاقتصاد) ونبحث عن الأعداد القديمة من Value Line ، ودليل الأسهم Standard & Poor's Stock Guide وتقرأ ما بها من

معلومات إما من نسخة مطبوعة أو على ميكروفيلم . كما كان بإمكانك نسخ الصفحات التى ترغبها بسعر من ٠,١٠ دولار إلى ٠,٢٥ دولار للصفحة . كان هذا تدريبًا جيدًا تقوم به فى أثناء انتظارك وصول التقارير السنوية وربع السنوية عن طريق صندوق بريدك .

تتمثل المعلومات التى تحتاجها لتقييم أحد الأسهم وغير المتضمنة فى التقارير السنوية فيما يلي : معامل بيتا للشركة ، المخاطر الأساسية والمعدل الخالى من المخاطر ، ومعدل النمو المتوقع للشركة . وقد تأتى هذه المعلومات من مصادر أخرى . بعض من هذه المعلومات يمكن جمعها من صحف مالية جيدة مثل صحيفة وول ستريت جورنال ، بارونز ، إنفستورز بيزنس دايلى ، نيويورك تايمز . ولكن عملية جمع هذه المعلومات كانت تتطلب بعض الوقت ، بل الكثير من الوقت ، كان هذا ما يحدث قبل عصر الإنترنت .

أما فى عهد الإنترنت ، فإن المواقع على الشبكة تتيح الدخول الفورى لكل مصادر المعلومات التى تحتاج إليها للقيام بعملية التقييم المدروس . وعلى افتراض أنك تملك إمكانية الدخول على شبكة الإنترنت كل ما تحتاج إليه هو أن تعرف أين تبحث تحديداً .

الإنترنت والمعلومات الخاصة بالاستثمار

تعتبر شبكة الإنترنت مفيدة للغاية للمستثمر ، حيث يوجد عدد كبير من المواقع المخصصة للمعلومات المالية . فى الواقع ، إن كل شركة لها سهم يتم التعامل عليه لها موقع خاص بها ، والذى تستخدمه لتسويق منتجاتها وتوظيف العمالة وإرسال التقارير السنوية وربع السنوية والإعلان عن الأرباح والمعلومات المالية الأخرى .

يمكن تحميل التقارير المالية الكاملة المرتبطة بإحدى الشركات من خلال العديد من مواقع الشركات على الشبكة . كما أنه يسمح أيضًا بالطباعة الانتقائية لأجزاء من تقارير قوائم الدخل والميزانية وقوائم التدفقات النقدية . يجب أن تكون هذه المواقع الخاصة بالشركة على الشبكة مصدرك الأساسى للمعلومات والمدخلات المرتبطة بالتقييم .

وتعتبر شبكة الإنترنت وسيلة معلومات متطورة ، حيث تظهر يوميًا مواقع جديدة وتختفى مواقع قديمة . قد تمر بعض المواقع بعملية تجديد أو تغيير ، فى حين أن بعض المواقع المجانية تصبح باشتراك نقدى . لهذا ، اعلم أنه قد يتم تغيير أسماء أو صفة بعض المواقع التى سنذكرها لك هنا .

مواقع الشركات على شبكة الإنترنت

كيف تجد مواقع الشركات على شبكة الإنترنت ؟ يمكن الدخول على الشبكة عن طريق برامج تصفح مثل America Online ، أو Microsoft Network أومن خلال استخدام متصفح Netscape أو متصفح الإنترنت لشركة ميكروسوفت ، وذلك بالترتيب مع إحدى الشركات المحلية أو الإقليمية التى تقدم خدمة الدخول على الإنترنت . يستطيع كل متصفح من خلال وظيفة " بحث " البحث فى الإنترنت عن موقع شركة سيسكو سيستمز ، أو شركة ميكروسوفت ، أو أى موقع آخر .

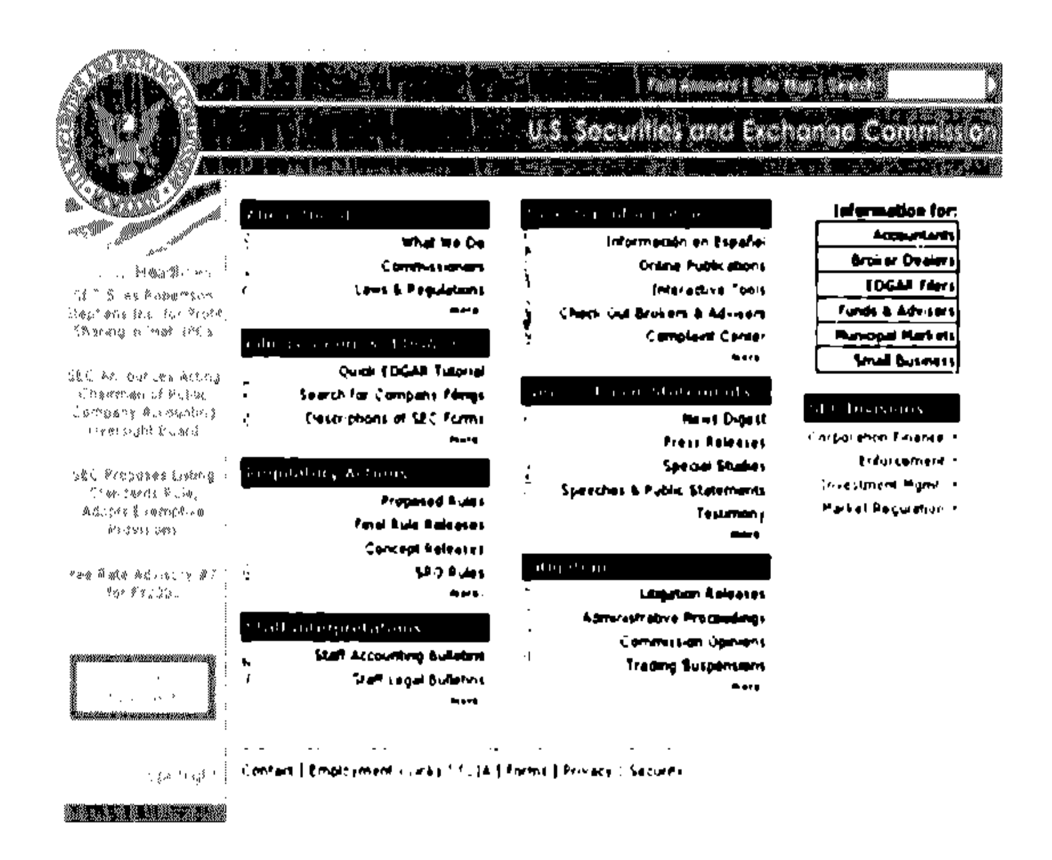
بمجرد أن تتصل بالإنترنت ، تجد عددًا من المواقع والتى تعمل كمحركات للبحث . إذا لم يستطع المتصفح إيجاد موقع إحدى الشركات ، اكتب عنوان أحد محركات البحث التالية ، والذى سوف يساعدك على إيجاد عنوان الموقع الذى تبحث عنه .

جوجل	(www.google.com/)
ياهوو	(www.yahoo.com/)
إكسايت	(www.excite.com/)
ليوكس	(www.lycos.com/)
ألتافيستا	(www.altavista.com/)
ميكروسوفت نت وورك	(www.msn.com/)
أمريكا أون لاين	(www.aol.com/)

يعتبر موقع هيئة الرقابة والإشراف (www.sec.gov/) هو المصدر الأمثل للمعلومات عن الشركات . يتضمن الرسم (٧ ـ ١) الصفحة الرئيسية لموقع هيئة الرقابة والإشراف . تحتفظ هيئة الرقابة والإشراف بخدمة معلومات تسمى EDGAR ، لتجميع البيانات الالكترونية والتحليل واسترجاع البيانات ، كما تقوم هذه الخدمة بجمع البيانات من قبل الشركات المطلوبة لحفظ التقارير ـ مالية وخلافه ـ لدى هيئة الرقابة والإشراف .

يتمثل الهدف من خدمة EDGAR فى زيادة كفاءة ونزاهة أسواق الأوراق المالية من خلال السماح بالدخول المجانى والفورى من قبل المستثمرين للمعلومات المرتبطة بالشركات والجهات الاقتصادية الأخرى . يتم إرسال ملفات EDGAR لموقع هيئة الرقابة والإشراف خلال ما لا يزيد عن ٢٤ ساعة من حفظها . وموقع هيئة الرقابة والإشراف مصمم بطريقة جيدة وسهلة الاستخدام . ومع ذلك قد تجد أن التقارير المالية التى تفرضها الهيئة (١٠Ks , ١٠Qs , ٨Ks) مطولة وبها الكثير من العبارات القانونية غير المفهومة .

ويعتبر موقع Yahoo Finance (Finace.yahoo.com/?u) مصدرًا رائعًا للوصلات المباشرة إلى مواقع الشركات على الشبكة . على الرابط الخاص بالشركة فى هذا الموقع يوجد ملخص لنشاط الشركة بالإضافة إلى الروابط للصفحة الرئيسية للشركة وإدارة علاقات المستثمرين . ومن خلال هذه الروابط يمكنك الدخول إلى التقارير السنوية وربع السنوية .



الرسم ٧ـ١ الصفحة الرئيسية لموقع هيئة الرقابة والإشراف

المواقع المخصصة لمعلومات الاستثمار

هناك عدد من المواقع المخصصة للمعلومات المتعلقة بتقييم أحد الأسهم . بعض هذه المواقع مجاني . أو شبه مجاني في حين أن بعض المواقع قد تتطلب من المشاهد التسجيل والحصول على كلمة مرور لاستخدام الموقع وبعضها يقدم معلومات للمشتركين فقط . ويعتبر موقع MSN Investor . Yahoo Finance هما الموقعان المجانيان المفضلان بالنسبة لنا .

يمكنك الدخول إلى موقع MSN Investor إما من خلال موقع (www.msn.com/) عن طريق الضغط على أيقونة موقع MSN Investor أو عن طريق كتابة العنوان الكامل للموقع (money-central.msn.com/investor/home.asp) داخل متصفح الإنترنت . بمجرد الدخول على الموقع . يمكنك مراجعة شاشات عديدة من البيانات التى تخص الشركات ـ من التقرير العام للشركة إلى ملفات هيئة الرقابة والإشراف . إلى تقديرات الأرباح . إلى شاشات عرض الأسهم ومعالج البحث ـ إنه موقع مجانى جيد ويزودك بالمعلومات المتعلقة بالشركة وبالبيانات المتعلقة بالصناعة التى تعمل

فيها الشركة . وتأتى المعلومات والبيانات إلى موقع MSN عن طريق (www.zacks.com) Zacks و (www.spcomstock.com/) S&P Comstock وكذلك (www.hoovers.com) Hoover's Online ، Investment Research وكذلك (www.thomsonfinancal.com/) Thomson Financial Services . (www.mgfs.com/) Media General Financial services

يعتبر موقع Yahoo Finance من المواقع التى توفر شاشات مكثفة للشركات والتى تشمل أسعار السوق ، والرسوم البيانية ، والأسعار التاريخية ، وملفات الهيئة الرقابة ، والإشراف ، والتعاملات الداخلية ، والأخبار ، وأسعار الخيارات ، وتقديرات الأرباح ، ووصلات للموقع الرئيسى للشركة وصفحات خاصة بالمستثمرين والعديد من المعلومات الأخرى . وتأتى المعلومات والبيانات إلى موقع Yahoo Finance عن طريق (www.marketguide.com/) و (www.edgar-online.com/) Edgan Online.Inc Commodity Systems و (www.reuters.com/) ورويترز Market Guide . Yahoo Finance تقدم مواقع على الشبكة مثل . Inc (www.csidata.com/) MSN Investor معلومات مفيدة للمساعدة فى تقدير معدل نمو إحدى الشركات ومعامل بيتا ، وأسعار أذون وسندات الخزانة الأمريكية استحقاق ١٠ سنوات ، وعوائد السندات الصادرة عن الشركات وعوائد الأسهم المميزة ، وكذلك الأخبار العامة المتعلقة بالنشاط ، والأخبار المتعلقة بالشركات .

بالنسبة للمدخلات المطلوبة لحساب التدفقات النقدية الحرة للشركة وبرامج الكمبيوتر الحسابية سوف نقوم بتوجيهك إلى الموقع الذى سوف يقدم لك أفضل المعلومات والأكثر سهولة فى الوصول إليها . ضع أيضًا هذا التحذير فى الحسبان : قد تضيع الكثير من الوقت دون أن تدرك وأنت تتعقب الروابط من موقع إلى آخر على الشبكة . على شبكة الإنترنت ، توجد معلومات كثيرة متاحة عن أى من الشركات أكثر مما يمكن لأى شخص استيعابه . إذا كنت تستمتع بالبحث على الشبكة ، ولديك الوقت وليست لديك مشاكل صحية - فإن هذا يعد شيئًا عظيمًا . أشر بالفأرة واضغط عليها وكن سعيدًا . أما إذا كنت فقط تبحث للحصول على معلومات لاستخدامها فى التقييم ، فربما يفيدك اتباع اقتراحاتنا لتقليل الوقت على شبكة الإنترنت .

المواقع المخصصة لتقييم أحد الأسهم

فى الآونة الأخيرة ، أصبحت العديد من المواقع المجانية والتى تتخصص فى تقييم الأسهم باستخدام التدفقات النقدية المخصومة معروفة لدى المستثمرين. ولكل منها مواطن القوة والضعف وسوف نقوم بوصفها فى هذا الجزء .

هناك موقع ValuePro (www.valuepro.net/) ، وهذا الموقع قريب وعزيز إلى قلوبنا . لقد صممنا هذا الموقع فى نفس وقت نشر هذا الكتاب ، ونحن نقوم بالإشراف على هذا الموقع منذ ذلك الوقت . والموقع مخصص لطريقة التدفقات النقدية المخصومة فى تقييم الأسهم ، وبه العديد من الروابط التى تشرح الأسلوب بكثير من التفصيل . فى عام ٢٠٠٠ ، قمنا بإدخال خدمة تقييم مجانية مباشرة والتى أصبحت معروفة لدى المستخدمين . فقط ادخل على الصفحة الرئيسية (الرسم ٧ ـ ٢) ثم اضغط على زر " احصل على التقييم الأساسى "Get Baseline Valuation وسوف يقوم التقييم المباشر على الشبكة بالدخول إلى مصادر المعلومات المتعلقة بالشركة التى تقوم بتقييمها . يقوم البرنامج بحساب ٢٠ متغيرًا مختلفًا ويضعها فى عملية حسابية ويقوم بحساب القيمة الحقيقية للسهم ـ أى تقديرنا لقيمة سهم الشركة فى ذلك اليوم .

يعرض موقع www.valuepro.net شاشة توضح كل مدخلات التقييم (الرسم ٧ ـ ٣) . يمكنك الذهاب إلى أى من أو كل خلايا المدخلات ووضع تقديراتك الخاصة فى الخلايا والضغط على زر إعادة الحساب ، وسوف يقوم برنامج التقييم المباشر على الشبكة بحساب القيمة الحقيقية الجديدة للسهم على أساس المدخلات التى قدمتها . إذا أردت أن ترى بيان Pro Forma المفصل والمرتبط بعملية التقييم ، اضغط على زر التدفقات النقدية Cash Flow وسوف تظهر لك قائمة بالتدفقات النقدية على أساس المدخلات محل التقييم . عندئذ يمكنك الضغط على زر تقييم سهم آخر وبدء العملية من جديد . ليس هناك حد أقصى لعدد التقييمات التى يمكن أن تقوم بها ، وجميعها مجانية .



Announcing ValuePro 2002 Software!!

- Home
- Learn the ValuePro Approach
- Streetsmart Guide to Valuing a Stock
- Buy Streetsmart Guide
- Buy ValuePro 2002 Software
- Guide to the ValuePro 2002 Software
- Buy Running With the Bulls
- Frequently Asked Questions
- Message Board
- Contact Us
- Terms of Service
- About the Online Valuation

Thank you for your patience during our recent site downtime. We have improved not only the efficiency of our valuation scripts, but also our message board and online payment processing, which is now up and running.

ValuePro 2002 is our new easy-to-use stock valuation program that interacts with our online valuation service. Now you can download data from our web site to your computer and use ValuePro 2002 to analyze your investments. The price is only $44.95. Please see our Guide to the ValuePro 2002 Software for an in-depth description.

Try our online stock valuation service. Enter the stock symbol, click on the Get Baseline Valuation button, and we do the rest. The inputs used to value the stock are updated periodically. You can change any input and recalculate a stock value. Learn more about using the online valuation by clicking here.

Enter Stock Symbol: [ ] Get Baseline Valuation

We are developing a stock value/stock price screening program which will rank stocks based upon a value-to-price ratio and a portfolio valuation program.

Value Screening Portfolio Valuation

ValuePro.net was founded by three financial engineers/finance professors to develop and distribute inexpensive, easy to use and understand valuation tools.

1445712 hits since June 1, 2000





Web Site Development by Intelligent Data Management.

الشكل ٧ ـ ٢ برنامج ValuePro ـ الصفحة الرئيسية على الشبكة

تتمثل نقاط القوة فى الموقع ، وفى برنـامج التقيـيم المباشـر فـى سـهولة استخدامه وفهمه ووضوحه . فقط اكتب رمز الشركة فى المكان المخصص ، وسوف يقـوم البرنـامج بالباقى . فيمـا عـدا المدخلات الخاصـة بالمتوسـط المرجح لتكلفة رأس المال والتى تتمثل فى رقم يتم حسابه ، يمكنـك تغـيير أية مدخلات ترغب فيها ، وسوف تظهر القيمة الحقيقية الجديدة اعتمادًا على مـدخلاتك علـى شاشـة الكمبيـوتر . يمكنـك رؤيـة كـل مـدخل وكـل افـتراض وتتبـع التـدفقات النقديـة لتتأكـد أن القيمـة الحقيقيـة تتفـق مـع المدخلات ، وثمة ميزة جيدة حاليًا وهى عدم وجود إعلانات مزعجة على الموقع .

valuepro.net Online Valuation

 Cash Flows | Download Baseline Data

Online Valuation for CSCO - 1/9/2003

Intrinsic Stock Value 4.55 | Recalculate | Value Another Stock

Excess Return Period (yrs)	10	Depreciation Rate (% of Rev)	4.6
Revenues ($mil)	19312.0	Investment Rate (% of Rev)	10.19
Growth Rate (%)	11.5	Working Capital (% of Rev)	11.24
Net Oper. Profit Margin (%)	12.28	Short-Term Assets ($mil)	15096.0
Tax Rate (%)	28.050	Short-Term Liab. ($mil)	7871
Stock Price ($)	13.7200	Equity Risk Premium (%)	3
Shares Outstanding (mil)	7233.0	Company Beta	1.5225
10-Yr Treasury Yield (%)	5	Value Debt Out. ($mil)	0
Bond Spread Treasury (%)	1.5	Value Pref. Stock Out. ($mil)	0
Preferred Stock Yield (%)	7.5	Company WACC (%)	9.57

الرسم ٧ ـ ٢ التقييم المباشر على الشبكة عن طريق موقع valuepro.net لشركة سيسكو

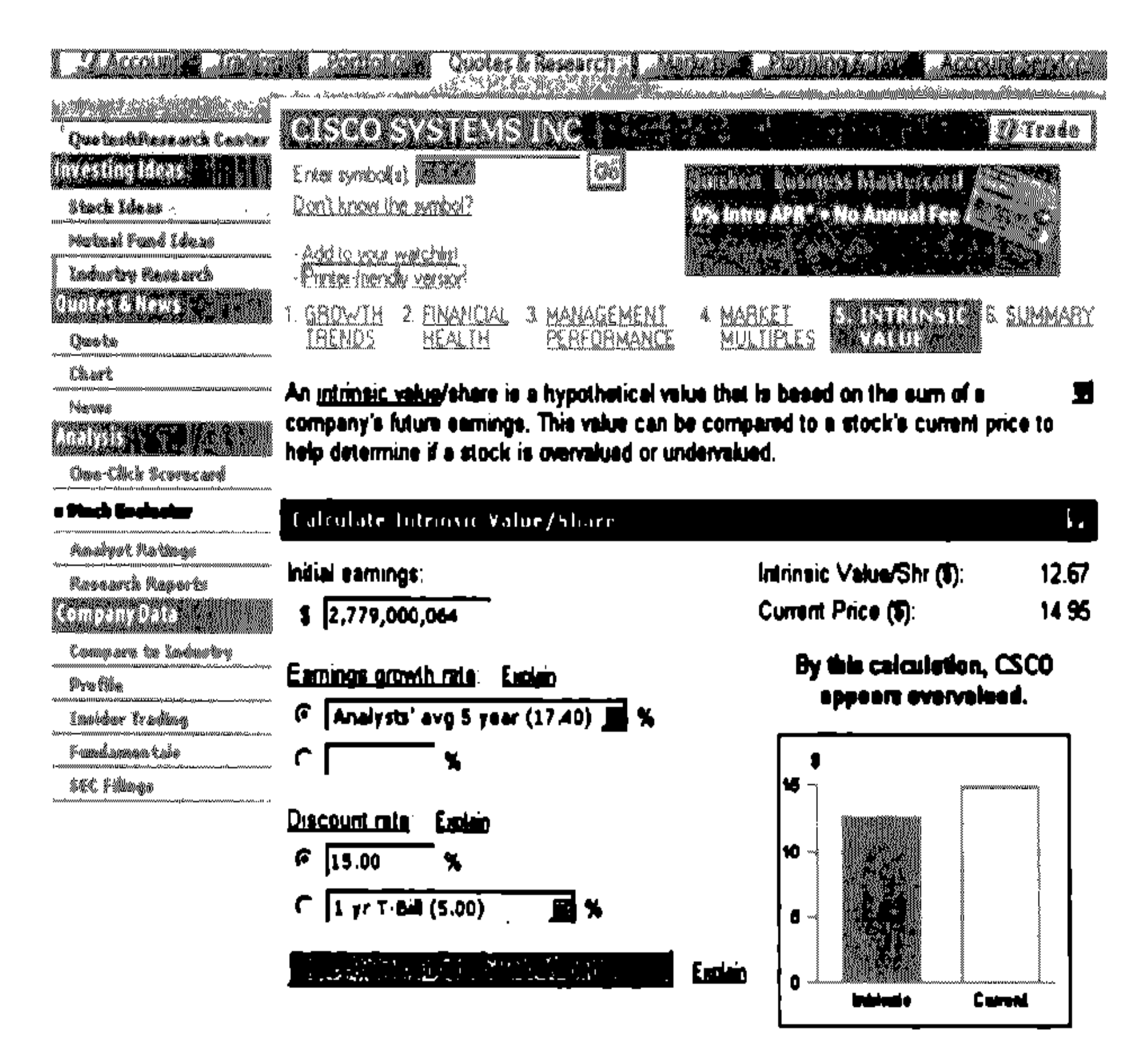
تكمن نقطة ضعف الموقع فى أنه مباشر للغاية . فلا توجد خاصية البحث عن طريق الرمز ، كما لا توجد معلومات ثانوية خاصة بالأسهم

التي يتم تقييمها . التركيز الوحيد يكون على القيمة الحقيقية للسهم . كما أنه ذو ميزانية منخفضة . ويتم تحديث البيانات أسبوعيًا لكن لا توجد جهود للبحث في البيانات للعثور على المدخلات غير الصادقة أو البيانات غير السليمة . كما أن خدمة التقييم المباشر عن طريق الشبكة لا تعمل جيدًا بالنسبة لبعض الأسهم ذات الرافعة المالية الكبيرة مثل الشركات المالية ، وكذلك بالنسبة لشركات المحافظ مثل : آى . سى . جى . إى ، أو بيركشاير هاثواى (آسف سيد " وارين " ، لقد فعلناها ثانية) .

لقد قمنا بعرض المدخلات الخاصة بموقع valuepro.net لشركة سيسكو في ٩ يناير ٢٠٠٣ . لقد كان سعر إغلاق سهم الشركة عند ١٤,٩٥ دولار للسهم ، بينما قدرت خدمة التقييم المباشر القيمة الحقيقية للسهم عند ٤,٥٥ دولار . وقد كانت العديد من المدخلات في خدمة التقييم المباشر مختلفة عن المدخلات التي استخدمناها في ١٤ أغسطس ٢٠٠٢ عندما قمنا بمراجعة وفحص البيانات المالية لشركة سيسكو وقيمنا الشركة باستخدام برنامج ValuePro٢٠٠٢.

ويقدم موقع Quicken Investor (www.quicken.com/) العديد من الشاشات والخدمات للمستثمر . تقوم إحدى هذه الشاشات بحساب القيمة الحقيقية . إذا ضغطت على الرابط Quicken's Security Evaluator وكتبت رمز شركة سيسكو في المكان المخصص ، فسوف تظهر لك شاشة خاصة بالقيمة الحقيقية وبها السعر الحالى . في ٩ يناير ٢٠٠٣ ، كان سعر السهم ١٤,٩٥ دولار وكانت القيمة الحقيقية ١٢,٦٧ دولار بما يشير إلى أن سهم الشركة كان أعلى من قيمته الحقيقية . ويسمح الموقع بدرجة صغيرة من التفاعل ـ حيث يمكنك تغيير معدل نمو الأرباح المفترض ومعدل الخصم (انظر الرسم ٧ ـ ٤) ولكن هذا كل ما بإمكانك تغييره .

وترجع قوة الموقع إلى جميع المعلومات الفرعية التي يقدمها . ويعتبر البرنامج سهل الاستخدام والفهم . كما أن التفاعل مع البرنامج يعد مفيدًا وإن كان محدودًا ، إلا أن العملية الحسابية واللوغارتمات التي يستخدمها هذا الموقع للوصول إلى القيمة الحقيقية تعد غير واضحة .



الرسم ٧ـ٤ موقع Quicken.com ـ لحساب القيمة الحقيقية لشركة سيسكو

يعتبر موقع VectorVest (www.vectorvest.com/) خدمة تقدم باشتراك ، حيث تقوم بدفع أتعاب شهرية ، وبالتالى يُتاح لك الدخول إلى النماذج والبيانات الملائمة لعملية التقييم . الموقع لديه خدمة تحليل الأسهم ، وهى قاصرة على ثلاثة تقييمات فى اليوم لكل مستخدم . فى ٩ يناير ٢٠٠٣ ، وضعنا شركة سيسكو فى المربع المطلوب من برنامج VectorVest لتحليل الأسهم وضغطنا على الزر . فحصلنا على ثلاث صفحات مكثفة من النتائج والتى تتضمن سعر سهم الشركة ١٤.٩٥ دولار وقيمة السهم ١٤,٥٧ دولار ومؤشرات أخرى عديدة والتى تضمنت القيمة النسبية والأمان النسبى والتوقيت النسبى وكذلك توصية والتى كانت فى هذه الحالة توصية بالشراء .

وتكمن قوة خدمة VectorVest المجانية فى سهولة استخدامها وأنك تحصل على قيمة حقيقية . أما الأخبار السيئة فهى أنك تستطيع استخدام الموقع فى عمل ثلاث تقييمات يوميًا ، ولا يوجد تفاعل مع الموقع ، كما أن عملية التقييم تعد صندوقًا أسود مغلقًا فلا يوجد لديك أدنى فكرة عن كيفية حساب القيمة الحقيقية .

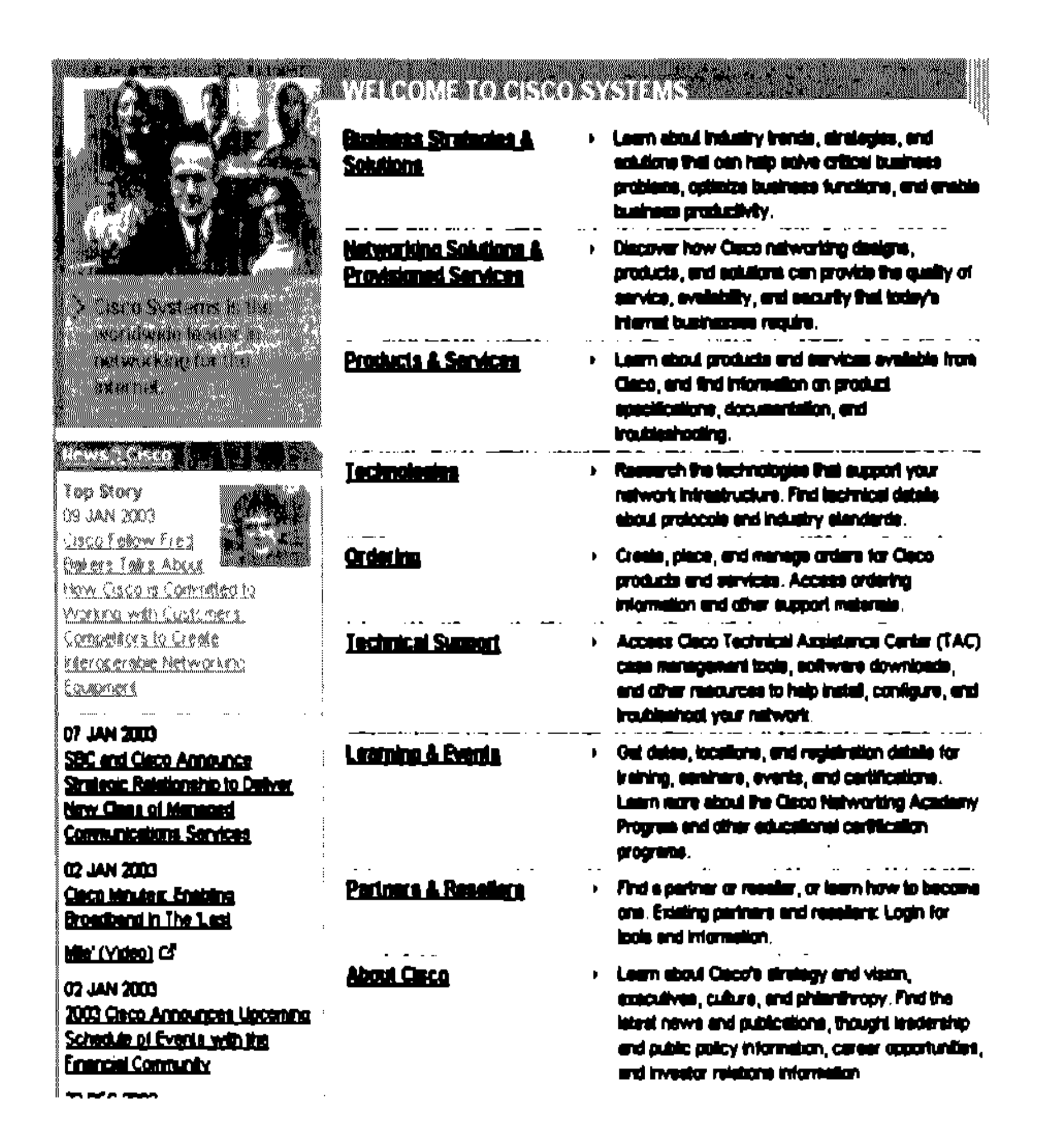
فى القسم التالى ، سوف أقوم بتقسيم المعلومات التى تحتاج إليها لعمل التقييم إلى ثلاثة أنواع أو فئات . والمعلومات التى من السهل الحصول عليها عن الشركة هى : مدخلات الشركة التى تحتاج إلى تقييم ، والمدخلات الخاصة بتكلفة رأس المال .

مدخلات تقييم التدفقات النقدية التى من السهل الحصول عليها

سوف نستمر فى استخدام مثال التقييم لشركة سيسكو . إن أول شىء نقوم به هو استخدام الكمبيوتر الخاص بنا للدخول إلى شبكة الإنترنت . نستخدم متصفح شركة ميكروسوفت للذهاب إلى موقع شركة سيسكو سيستمز (www.cisco.com/) .

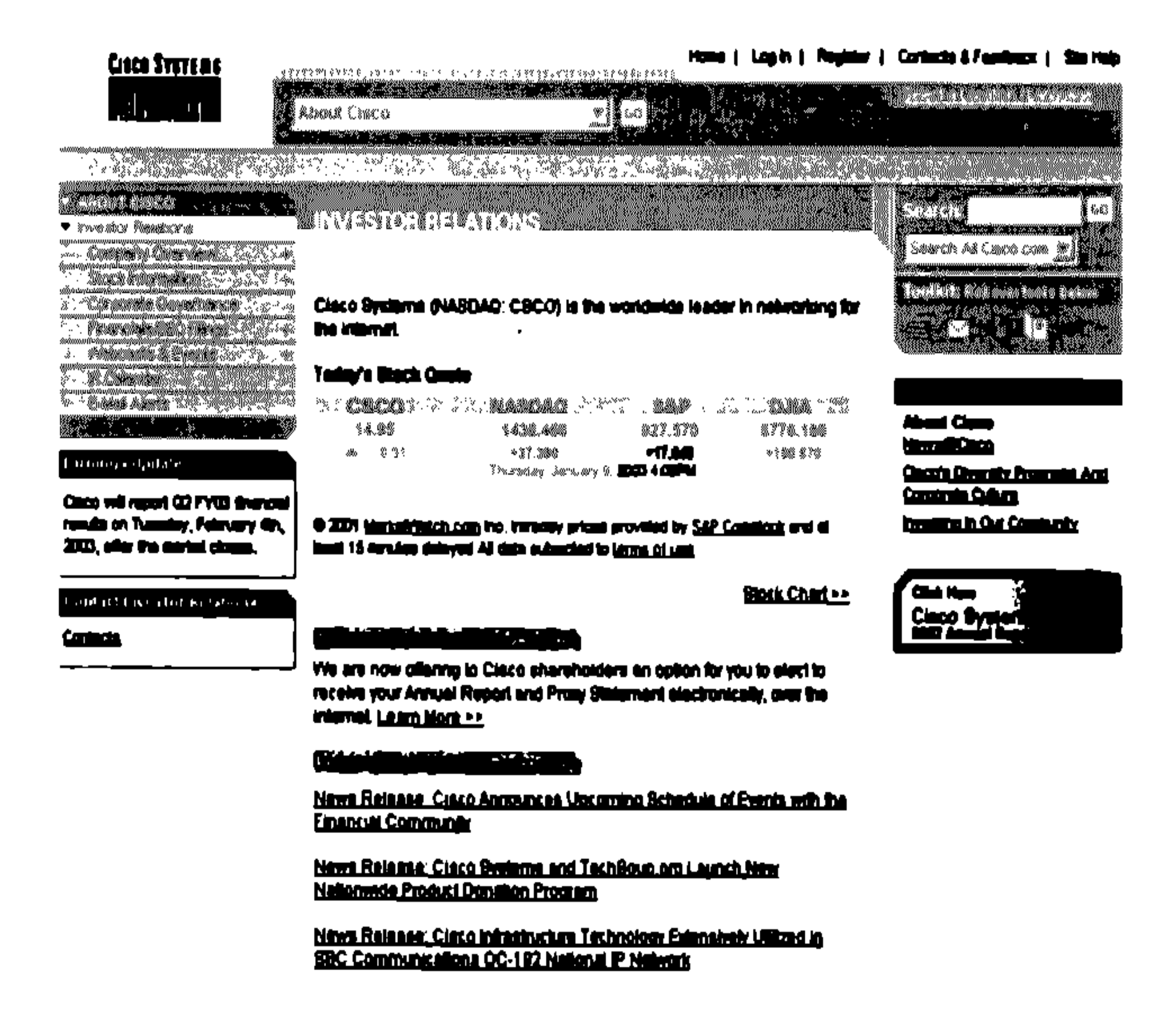
بعد ذلك ندخل إلى الصفحة الرئيسية للشركة (الرسم ٧ ـ ٥) ونضغط على الرابط Investor Relations (الرسم ٧ ـ ٦) .

ثم نضغط ثانية على الرابط Financials/SEC Filings (الرسم ٧ ـ ٧) والذى يمكننا من الدخول إلى القوائم المالية لعام ٢٠٠٢ وهو المكان الذى نريد الذهاب إليه .



الرسم ٧ ـ ٥ الصفحة الرئيسية لشركة سيسكو سيستمز

فى الفصل الخامس . سبق أن قمنا بطباعة الأجزاء التالية : البيانات المجمعة للعمليات (الرسم ٥ ـ ٢) . والميزانية المجمعة (الرسم ٥ ـ ٤) والقوائم المالية المجمعة للتدفقات النقدية (الرسم ٥ ـ ٣) . فيما يلى سنوضح كيفية استخدامنا لهذه التقارير .



الرسم ٧ ـ ٦ الصفحة الخاصة بقسم العلاقات مع المستثمرين لشركة سيسكو سيستمز

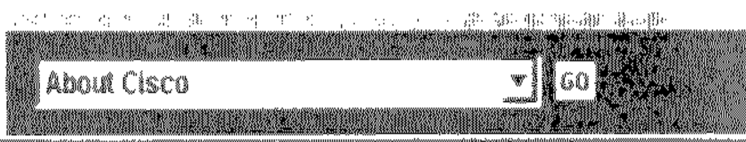
المعلومات الخاصة بقائمة الدخل

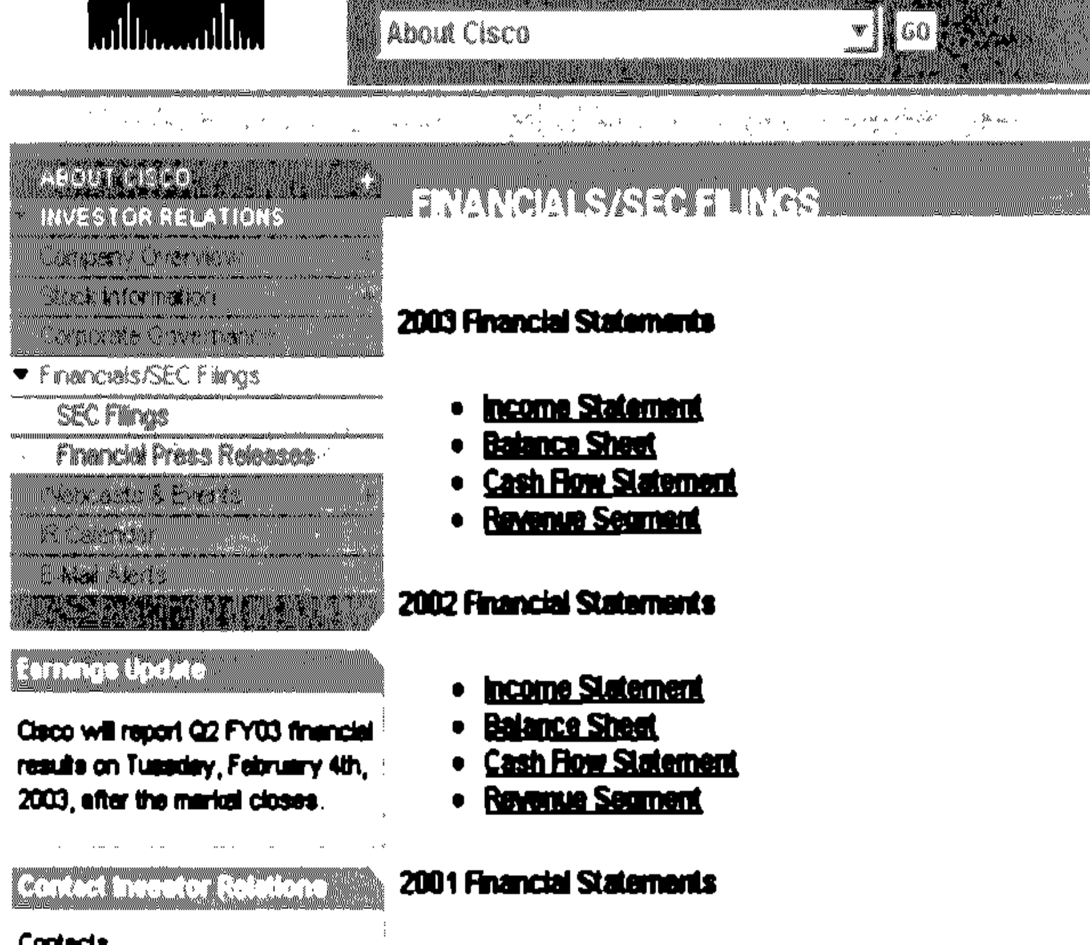
لتشغيل أسلوب التقييم باستخدام التدفقات النقدية الحرة للشركة ، كنا فى حاجة إلى حساب بعض النسب المأخوذة من معلومات مقدمة من قائمة دخل شركة سيسكو والتى يطلق عليها بيانات مجمعة للعمليات كما هو موضح فى الرسم ٥ ـ ٢ للعام المالى المنتهى فى ٢٧ / ٧ / ٢٠٠٢ . من هذه القائمة أخذنا المعلومات التالية : صافى الإيرادات ، تكاليف ومصروفات التشغيل ، الدخل قبل مخصصات الضرائب ، مخصصات الضرائب ، والمتوسط المرجح لعدد الأسهم المتداولة ـ أساسية ومخففة .

تتضمن قائمة الدخل معلومات لثلاثة أعوام مالية هى ٢٠٠٢ ، ٢٠٠١ ، ٢٠٠٠ . تساعدنا ثلاث سنوات من البيانات (على خلاف سنة واحدة) بطريقة أفضل على فهم الشركة ومدى توافق أدائها ، واتجاهات معدل نمو الإيرادات أو صافى هوامش التشغيل التى مرت بها . وسنجد

المعلومات من قائمة الدخل التى احتجنا إليها لتقييم شركة سيسكو موضحة فى الجدول (٧ ـ ١) .







الرسم ٧ ـ ٧ الصفحة الخاصة بالمخصصات المالية وتقارير هيئة الرقابة والإشراف الخاصة بشركة سيسكو سيستمز

معلومات قائمة عن المركز المالى

بالنسبة لتقييم شركة سيسكو . لقد قمنا بحساب النسب اعتماداً على المعلومات الموجودة فى قائمة المركز المالى لشركة سيسكو كما هو موضح فى الرسم (٥ ـ ٤) . من هذا البيان أخذنا المعلومات التالية المرتبطة برأس المال العامل: حسابات أوراق القبض والمخزون ، وحسابات أوراق الدفع ، وإجمالى الأصول الجارية ، وإجمالى الالتزامات الجارية . كما أننا أخذنا

أيضًا معلومات مرتبطة بأرصدة مراكز الأصول والالتزامات قصيرة الأجل لشركة سيسكو ، ومقدار إصدارات المديونية المتداولة (القيمة الدفترية) والأسهم المميزة المتداولة (القيمة الدفترية) .

الجدول ٧ـ١ معلومات قائمة الدخل لشركة سيسكو سيستمز

(الأرقام بالمليون دولار)			
	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠
إجمالي الإيرادات	$١٨٩١٥	$ ٢٢٢٩٣	$١٨٩٢٨
إجمالي تكاليف ومصروفات التشغيل .	$ ١٥٢٣٢	$٢١٢١٧	$ ١٤٢٠٩
دخل التشغيل	$ ٣٦٨٣	$ ١٠٧٦	$ ٤٧١٩
صافي هامش ربح التشغيل (٪)	٪ ١٩,٤٧	٪ ٤,٨٣	٪ ٢٤,٩٣
صافي هامش ربح التشغيل (متوسط ثلاث سنوات)			٪١٦,٤١
الدخل قبل مخصصات الضرائب	$ ٢٧١٠	$ ٨٧٤-	$ ٤٣٤٣
مخصصات ضرائب الدخل	$ ٨١٧	$ ١٤٠	$١٦٧٥
معدل دخل الضريبة الفعال	٪ ٣٠,١٥	غير متاح	٪٣٨,٥٧
متوسط معدل الضريبة لمدة ٣ سنوات (٪)			٪٣٤,٣٦
المتوسط المرجح للأسهم المتداولة ـ أساسي	٧٣٠١	٧١٩٦	٦٩١٧
المتوسط المرجح للأسهم المتداولة ـ مخفف	٧٤٤٧	٧١٩٦	٧٤٣٨

تتضمن قائمة المركز المالى بيانات لعامين ماليين هما ٢٠٠٢ ، ٢٠٠١ . وسنجد معلومات قائمة المركز المالى التى استخدمناها لتقييم شركة سيسكو موضحة فى الجدول (٧ ـ ٢) .

معلومات قائمة التدفقات النقدية

أما آخر المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية واللازمة لتقييم الأسهم العادية لشركة سيسكو فتأتى من قائمة التدفقات النقدية ـ الإهلاك والاستثمار فى الملكية والمصانع والمعدات .

تتضمن قائمة التدفقات النقدية معلومات لثلاثة أعوام مالية هى ٢٠٠٢ ، ٢٠٠١ ، ٢٠٠٠ . وسنجد المعلومات المرتبطة بقائمة التدفقات النقدية التى احتجنا إليها لتقييم شركة سيسكو موضحة فى الجدول (٧ - ٣) .

تمدنا المعلومات التى حصلنا عليها من التقارير السنوية وربع السنوية بمدخلات تقييم مرتبطة بالإيرادات ، وبيانات التدفقات النقدية والأصول قصيرة الأجل ، والالتزامات قصيرة الأجل ، وعدد الأسهم المتداولة بالإضافة للقيمة الدفترية وليست السوقية لإصدارات المديونية والأسهم المميزة المتداولة .

الجدول ٧ ـ ٢ معلومات الميزانية لشركة سيسكو سيستمز

(الأرقام بالمليون دولار)		
	٢٠٠٢	٢٠٠١
بيانات رأس المال العامل		
حسابات القبض	١١٠٥ دولار	١٤٦٦ دولار
+ المخزون	٨٨٠ دولار	١٦٨٤ دولار
حسابات الدفع	٤٧٠ دولار	٦٤٤ دولار
رأس المال العامل	١٥١٥ دولار	٢٥٠٦ دولار
صافي رأس المال العامل إلى الإيرادات	٨,٠١٪	٢,٥٠٦ دولار
متوسط صافي رأس المال العامل لمدة عامين ٪	–	٩,٦٣٪
إجمالي الأصول الجارية	١٧٤٢٣ دولار	١٢٨٣٥ دولار
إجمالي الالتزامات الجارية	٨٣٧٥ دولار	٨٠٩٦ دولار
بيانات رأس المال طويل الأجل		
إصدارات المديونية (قيمة دفترية)	٠	٠
الأسهم المميزة (قيمة دفترية)	٠	٠

كما أن هذه التقارير أعطتنا أيضاً المعلومات التاريخية المفيدة فى تقدير مدخلات التدفقات النقدية ، مثل معدل نمو الإيرادات ، وصافى هامش ربح التشغيل ، ومعدل الضريبة ، ومعدل الإهلاك ، ومعدل الاستثمار الجديد ، ومعدل رأس المال العامل المتراكم . وسوف نناقش أين تجد وكيف تفسر معلومات التقدير فى القسم التالى .

الجدول ٧ - ٢ المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية لشركة سيسكو

السنوات	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠
الإهلاك والاستهلاك	$ ١٩٥٧	$ ٢٢٣٦	$ ٨٦٣
الإهلاك والإيرادات	٪١٠,٣٥	٪١٠,٠٣	٪ ٤,٥٦
متوسط ٣ سنوات			٪ ٨,٣١
مصروفات مبانى ومعدات	$ ٢٦٤١	$ ٢٢٧١	$ ١٠٨٦
مصروفات مبانى إلى إيرادت	٪١٣,٩٦	٪١٠,١٩	٪٥,٧٤
متوسط ثلاث سنوات			٪٩,٩٦

تقدير بعض مدخلات تقييم التدفقات المالية

أكثر مدخلات التدفقات النقدية أهمية ، وتلك التى تدفع عملية تقييم القيمة الحقيقية للسهم بالنسبة لأسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة هى تقديرات معدل النمو ، وصافى هامش ربح التشغيل للشركة . فمثلاً فى وول ستريت ، إن القدرة على تقدير هذه الأرقام هى ما يميز محللى الأسهم المحنكين الذين يطلق عليهم All American [١] عن المحللين الآخرين . بالإضافة إلى ذلك ، يجب أن نقوم بتخمين وتقدير معدل ضريبة الشركة ومعدل الإهلاك ، ومستويات الاستثمار الجديد ، والتغير المتوقع فى رأس المال العامل المطلوب لدعم النشاط .

كيف نقدر هذه المدخلات ؟ إذا لم تكن الشركة قد قامت بالتغيير الجذرى لإجراءات التشغيل لديها ، أو قامت بإعادة هيكلة هائلة لخطوط النشاط ، فإن معظم المحللين يستخدمون عملية حساب المتوسط التاريخى

كتقريب أولى لتقدير هذه المدخلات . ويمكننا تقدير هذه المدخلات من خلال إحدى ثلاث طرق مقننة هي : استخدام الأداء التاريخي للشركة كمرشد لما يمكن أن تكون عليه النتائج في المستقبل ، واستخدام توقعات المحللين والمشاركين الآخرين في السوق ، أو استخدم خليط من الاثنين ممزوجًا بإحساسنا العام .

عادة ما يكون الأداء التاريخي للشركة مؤشراً جيداً ـ على الرغم من أنه بعيد عن الكمال ـ للأداء المتوقع في المستقبل . إذا كانت الإيرادات تنمو بمعدل نمو مركب لمدة خمس سنوات قدره ٨٪ . فإن معدل نمو الإيرادات المقدر بـ ٢٥٪ قد يبدو مبالغًا فيه إلى حد ما ـ إلا إذا كان هناك منتج جديد رائع (مثل الفياجرا) أو أن الشركة قامت بثورة هائلة . تذكر أنه مع نمو الشركة في الحجم وعندما تصبح الصناعة التي تعمل فيها أكثر تنافسية ، فإنه من الطبيعي أن يتجه نحو معدل نمو الاقتصاد لأسباب تمت مناقشتها في الفصل الخامس .

قد يلقى اتجاه البيانات الضوء على أحد مجالات المخاوف أوالاهتمام المتوقع . على سبيل المثال ، كان متوسط صافي هامش ربح التشغيل خلال السنوات الثلاث الماضية ١٦,٤١٪ ولكنه كان يتحرك بشكل غير منتظم ـ من ٢٤,٩٣٪ في عام ٢٠٠٠ إلى ٤,٨٣٪ في عام ٢٠٠١ إلى ١٩.٤٧٪ في عام ٢٠٠٢. قد يشير هذا النمط إلى أن شركة سيسكو ليس لديها قوة التسعير التي كانت لديها في وقت ما ، وأن المستثمرين يجب أن يهتموا بصافي هوامش ربح التشغيل في المستقبل . إن اتجاه الإيرادات بالنسبة لشركة سيسكو يعد مزعجًا على نحو خاص . وقد نمت الإيرادات ١٧,٨٪ بنسبة من ١٨٩٢٨ مليون دولار في عام ٢٠٠٠ إلى ٢٢٢٩٣ دولار في عام ٢٠٠١ ثم هبطت بنسبة ١٧,٨ ٪ إلى ١٨٩١٥ مليون دولار في عام ٢٠٠٢ .

من بين المواقع الكثيرة على الشبكة والمخصصة للبحث والنصيحة المتعلقة بالاستثمار ، وجدنا أن اثنين من أفضل المواقع التي تقدم معلومات عن تقديرات الإيرادات ، أو العوائد لإحدى الشركات هما Zacks Investment Research والجزء الخاص بـ First Call من موقع Thomson Financial . لا تكن متفائلا للغاية عندما تقوم بتقييم أحد الأسهم وكن مستعدا لتقليل تقديرات المحللين إلى تقديرات تشعر بأنها قابلة للتحقيق .

مدخلات تقييم تكلفة رأس المال

وهى آخر مجموعة ستحتاج إليها من المدخلات بالنسبة لأسلوب تقييم التدفقات النقدية الحرة للشركة ولبرنامج ValuePro٢٠٠٢ والمرتبطة بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة .

السعر الحالى للسهم ، والأسهم المتداولة

يعتبر السعر الحالى للسهم أحد المدخلات المهمة لأنه يؤثر فى حصة الشركة فى رأس مال السوق والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال . ومع زيادة سعر السهم ، تزداد حصة رأس مال الشركة فى السوق ، والتى يمثلها السهم ، وحيث إن الأسهم العادية هى عنصر تكلفة رأس المال صاحب أعلى عائد ، فإنه مع زيادة سعر سهم الشركة ، تزداد تكلفة رأس المال .

يمكن أن توفر لك شبكة الإنترنت الأسعار الحالية للأسهم مع قليل من التأخير . يحظى موقع MSN.com فى صفحاته الرئيسية بخدمة أسعار أسهم سهلة الاستخدام . عندما تكتب اسم الشركة فى المكان المخصص تحصل على سعر حالى للسهم (مع تأخير ٢٠ دقيقة) ويتم نقلك إلى موقع MSN Investor حيث الشاشات الإضافية والبيانات تكون متاحة . ويحظى زائرو موقع Yahoo Finance بنفس الشكل والخدمة تقدم مواقع مجانية عديدة الأسعار ، ويعتمد اختيارك للموقع على ما تفضله أنت .

يسجل كل من موقع Yahoo Finance ، MSN Investor عدد الأسهم المتداولة على الشاشة الخاصة بالبيانات الرئيسية عن الشركة . ويتغير مقدار الأسهم المتداولة على مدار العام أو ربع العام بدرجة كبيرة أحيانًا . وتقوم بعض المواقع بتحديث هذه المدخلات على أساس دورى . ويعتبر الرقم الفعلى هو الرقم الذى ستجده مسجلاً على الموقع وليس الرقم المخفف لعدد الأسهم المتداولة والذى تعلنه الشركة من خلال آخر تقرير ربع سنوى .

العائد على سندات الخزانة الأمريكية استحقاق ١٠ سنوات

باستثناء بعض المجالات ذات المخاطر المعينة مثل التأمين والذى عادة ما يكون له معدل عائد متوقع سلبى ، فإن المعدل الأدنى المتوقع للعائد عن

أى استثمار يجب أن يكون على الأقل بنفس قدر العائد المتاح من أحد الاستثمارات خالية المخاطر . بالنسبة للأسهم العادية ، نحن نستخدم العائد المرتبط بسندات الخزانة الأمريكية استحقاق ١٠ سنوات كحد أدنى لمعدل العائد المقبول .

ويمكن الحصول على العائد الحالى على سندات الخزانة استحقاق ١٠ سنوات من أية جريدة بها قسم مالى جيد ، أومن خلال المواقع المالية العديدة والتى يعتبر Yahoo Finance ، وMSN Investor أكثرها من حيث سهولة الاستخدام . كما يعتبر موقع Bloomberg (www.bloomberg.com/) مصدرًا كبيرًا للمعلومات الخاصة بسوق أوراق الخزانة الأمريكية وأسواق إصدارات المديونية العالمية وأسواق العملات .

ويعتبر موقع مجلس محافظى بنك الاحتياطى الأمريكى هوالموقع الرسمى لعوائد سندات الخزانة الأمريكية والذى ينشر نموذج يومى H15 بها . والموقع الخاص بنشرة H15 لبنك الاحتياطى الأمريكى هو :
(www.federalreserve.gov/releases/H 15/updated)

هامش العائد بين سندات الشركات وسندات الخزانة الأمريكية

تتضمن النشرة Fed H15 العوائد الحالية للسندات بالنسبة لسندات الشركات ذات الدرجة الائتمانية Aaa ، Baa وفقًا لتقييم مؤسسة موديز . وقد بلغت العوائد الإرشادية لهذين النوعين من السندات فى ١٨ سبتمبر ٢٠٠٢ نسبة ٦٫١٣٪ ، ٧٫٣٨٪ . وهناك موقع آخر مرتبط بإصدارات المديونية وهو Bonds Online (www.bonds-online.com/) . ومن خلال الرابط الخاص بأوراق الخزانة يتم عرض منحنى عائد حالى كامل مع بيانات تاريخية لمدة ١٠ سنوات والتى توفر لك رؤية مهمة عمّا يمكن أن يحدث فى الواقع فى طريق تحركات سعر الفائدة على مدى فترة العائد الإضافى . كما أن الرابط الخاص بالشركات فى موقع Bonds-Online يعطى هامشًا لبيانات أوراق الخزانة وفقًا لسنة الاستحقاق وفئة التصنيف لخمس تصنيفات من السندات الصادرة عن الشركات والبنوك ، والشركات المالية ، والنقل ، والمرافق ـ وهو يعد مصدرًا جيدًا للمعلومات الخاصة بالسندات الصادرة عن الشركات .

عائد الأسهم المميزة للشركة

إذا كان لدى الشركة أسهم مميزة متداولة يتم التعامل عليها في إحدى البورصات ، فإن خدمات الأسعار المرتبطة بالشبكة والتي سبق وصفها تقدم لك أسعار الأسهم المميزة للشركة . لكي تحصل على العائد بالنسبة لأحد الأسهم المميزة ، والذي ليس له استحقاق محدد ، قم بقسمة معدل التوزيعات على سعر السهم المميز . على سبيل المثال ، يعطي أحد إصدارات الأسهم المميزة لشركة أديسون توزيعات أرباح قدرها خمسة دولارات سنويا وكان يتم التعامل في ١٨ سبتمبر ٢٠٠٢ بسعر ٧٧,٠٨ دولار يتم حساب العائد من خلال قسمة ٥,٠٠ دولار على ٧٧,٠٨ دولار = (٥ دولار ÷ ٧٧,٠٨ دولار) = ٦,٤٩٪ .

علاوة مخاطر الأسهم

تعتبر علاوة مخاطر الأسهم بمثابة تقدير للعائد الإضافي الذي يتوقع الحصول عليه على أحد الأسهم ذات المخاطر مقارنة بأحد الأصول خالية المخاطر . ونحن نستخدم العائد على سندات الخزانة الأمريكية كمقياس للعائد على أحد الأصول خالية المخاطر . لا تعتبر علاوة المخاطر أحد البنود التي تجدها بسهولة في أثناء التصفح على الشبكة . يقوم " أسوات داموداران " في موقعه على شبكة الإنترنت (www.stern.nyu.edu/adamodar/) بحساب علاوة مخاطر الأسهم على أساس سنوي من ١٩٦٠ وحتى ٢٠٠١. وتظهر أحدث حسابات له لعام ٢٠٠١ علاوة مخاطر لمؤشر إس آند بي ٥٠٠ قدرها ١,٧٣٪، باستخدام نموذج تقييم خصم التوزيعات ، ٣,٦٢٪ باستخدام التدفقات النقدية الحرة لنموذج تقييم الأسهم . واعتمادًا على حالة الاقتصاد في بداية عام ٢٠٠٣، فإننا نعتقد أن ٣٪ تمثل علاوة مخاطر أسهم مقبولة .

معامل بيتا للشركة

كما سبق أن ناقشنا أن معامل بيتا للشركة هو مقياس المخاطر المستخدم في نموذج تسعير الأصل الرأسمالي ، وهو النموذج الأكثر استخدامًا من قبل المتخصصين في السوق في تقييم مخاطر أحد السهم . يقوم كل من موقع Yahoo Finance موقع MSN Investor بوضع تقدير لمعامل بيتا لأحد

الأسهم . على سبيل المثال ، فى الوقت الذى كان لموقع Yahoo تقدير لعامل بيتا لشركة سيسكو قدره ١,٩٣ والذى سجل فى رابط صفحة بيانات الشركة، كان تقدير بيتا لموقع MSN Investor هو ١,٩٠. ما هو السبب وراء الفارق ؟ وأى العاملين يجب أن تستخدم ؟

يتم حساب معامل بيتا عن طريق اختبار إحصائى (يعرف بالتحليل الارتجاعى) يتعلق بحركة سعر السهم وحركة سوق الأسهم بوجه عام . ويستخدم مشاركون عديدون فى السوق فترات زمنية مختلفة وأساليب قياس مختلفة فى القيام بهذه الحسابات ، وبالتالى قد ينتج تقديرات مختلفة لمعامل بيتا .

عندما يظهر أحد الاختلافات ، فإن الأسلوب الأكثر تحفظًا والذى ينتج عنه متوسط مرجح أعلى لتكلفة رأس المال وقيمة سهم منخفضة هو استخدام المعامل العالى . وثمة أسلوب آخر هو استخدام متوسط معاملات بيتا فى التحليل . وبالنسبة للتقييم المستخدم فى هذا الكتاب ، نحن نستخدم القيمة الأعلى لمعامل بيتا .

قيمة إصدارات المديونية والأسهم المميزة المتداولة

تسجل القيم الدفترية لإصدارات المديونية والأسهم المميزة فى قائمة المركز المالى من التقرير السنوى للشركة . إن أفضل طريقة (وعلى حد علمنا الطريقة الوحيدة) للحصول على قراءة دقيقة لإجمالى القيمة السوقية لإصدارات المديونية والأسهم المميزة هى الطريقة القديمة القائمة على تسعير كل إصدار على حدة ثم تجميع قيم هذه الإصدارات .

بالنسبة لبعض الشركات ، مثل سيسكو والتى ليس لديها أية إصدارات أو أسهم مميزة ، فإن هذا التدريب يعد سهلاً . أما بالنسبة لشركة مثل أديسون والتى لديها ٣٨ إصدارًا متداولاً من إصدارات المديونية المختلفة ، فإن هذا الإجراء قد يكون مملاً . ما الطريقة السليمة للتعامل مع مثل هذه المشكلة التى تستهلك الوقت بدرجة كبيرة ؟

فيما يلى طريقة قيامنا بها . إذا كنا بصدد القيام بعمل تقييم سريع لنرى كيف يتم التعامل على إحدى الشركات عن طريق مقارنتها مع القيمة الحقيقية التقريبية ، فسوف نستخدم القيمة الدفترية لإصدارات المديونية والأسهم المميزة المعلن عنها فى التقرير السنوى أو ربع السنوى للشركة .

إذا كنا نعمل وفقًا لعقد استشارة على أساس ساعات ذات سعر مرتفع للقيام بالتقييم ، ففى هذه الحالة نقوم بعمل تحليل عميق ودقيق لكل الخصائص وكل الخيارات التى تتضمنها الإصدارات والأسهم المميزة ، وذلك حتى يمكن التقييم بدقة شديدة .

من حسن الحظ أن القيمة السوقية لإصدارات الديونية والأسهم المميزة لا تختلف عامة كثيرًا عن القيمة الدفترية . وفيما عدا تقييم إحدى الشركات ذات الرافعة المالية الكبيرة والتى تشكل إصدارات الديونية والأسهم المميزة الخاصة بها نسبة كبيرة من حصة رأس مال الشركة فى السوق ، فإن استخدام القيم الدفترية لا تؤدى إلى انحراف التحليل بدرجة كبيرة عن القيمة الحقيقية للأسهم العادية .

تقييمات معدلة ـ الخطوة التالية

ناقشنا فى الفصل الخامس كيفية تقدير التدفقات النقدية المستقبلية لإحدى الشركات مستخدمين شركة سيسكو كمثال . ورأينا فى ذلك الفصل كيفية تقدير المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة مستخدمين كل من سيسكو وإديسون كمثالين . كما ناقشنا أيضًا أين تجد المدخلات المتنوعة المطلوبة لعمل تقييم لشركة سيسكو ، ولقد قدمنا اقتراحات للحصول على المعلومات مع تقليل الوقت المستخدم على شبكة الإنترنت .

سوف يجمع التدريب التالى كل المدخلات معًا والتى قمنا بجمعها فى هذا الفصل . فى الفصل الثامن ، سوف نصبح أكثر تخيلاً ونقوم بتنويع افتراضاتنا المتعلقة بمعدلات نمو الإيرادات وصافى هوامش أرباح التشغيل والمتوسطات المرجحة لتكلفة رأس المال ، لكن أولاً سوف نقوم بالانتهاء من مثال تقييم شركة سيسكو .

تدريب على التقييم : شركة سيسكو

دعنا نضع مدخلات تقييم شركة سيسكو معًا باستخدام المدخلات التى سبق مناقشتها . نقوم بوضع المدخلات المختلفة فى شاشة المدخلات الرئيسية لبرنامج ValuePro٢٠٠٢. (انظر الرسم ٦ ـ ٦) وتكون النتيجة

قيمة حقيقية قدرها ١٠,٨٧ دولار . ومع وضع هذه المدخلات في البرنامج ، تقدم لنا الشاشة تكلفة رأس المال بنسبة قدرها ١٠,٠٤٪ .

تظهر شاشة Pro Forma (انظر الرسم ٦ ـ ٨) قيمة إجمالية للشركة قدرها ٨٩٣١٤ دولار ، وقيمة إجمالية لحقوق ملكية الأسهم العادية قدرها ٨٠٩٣٩ دولار وقيمة حقيقية للسهم قدرها ١٠,٨٧ دولار .

في الفصل التالي ، سوف نقوم بصقل مواهبنا في استخدام أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة في تقييمات أكثر تعقيدًا ، ونرى كيف نقوم بتقييم بعض الشركات الأكثر صعوبة .

ملاحظات

١. تقوم مجلة Institutional Investor بإجراء اقتراع بين المستثمرين من المؤسسات الكبرى وتضع قائمة سنوية بأسماء أفضل المحللين في القطاعات المختلفة من سوق الأسهم . يحصل الفائزون في كل قطاع على لقب " All American " وهذا التمييز يساوي مئات عديدة من آلاف الدولارات سنويًا كمكافأة للمحلل .

الفصل ٨

تقييم أحد الأسهم - باستخدام كل ما تعلمناه معاً

نظرة عامة

سوف نقوم فى هذا الفصل بتقييم أربع شركات وتشمل سيتى جروب ، وميريل لينش ، وبيركشاير هاثواى ــ وجميعها شركات مالية ذات رأس مال كبير ، وكذلك شركة واشنطن رايت ، وهى عبارة عن صندوق استثمار عقارات ذى رأس مال صغير . بالنسبة لكل شركة . سوف نقوم بعمل تقييم أساسى . فى هذا التقييم سوف تعتمد تقديرات التدفقات النقدية وتكلفة رأس المال على متوسطات تاريخية . كما ستعتمد تقديرات النمو على توقعات المحللين . يجب أن يعطى هذا التقييم إحساسًا بمدى رؤية السوق لسهم كل شركة منها .

من الضرورى أن تكون واقعيًا عند تعاملك مع الافتراضات والمدخلات . فكثيرًا ما كانت توقعات المحللين للنمو خلال فترة تضخم فقاعة شركات التكنولوجيا زائدة عن الحد بدرجة كبيرة . وهذه التقديرات المتفائلة للنمو خلقت تقييمات مبالغ فيها وأسعار أسهم خيالية . وعندما لم تستطع إدارة

الشركة تحقيق الأهداف المستحيلة التي وضعها محللو وول ستريت ، إما أنهم قاموا بالتلاعب في الدفاتر واكتفوا بمشاهدة أسعار أسهمهم وهي تهبط ، خاصة وقد أصبحت خياراتهم محدودة وعديمة القيمة . لقد علمتنا المبالغات التى حدثت فى تقييم شركات التكنولوجيا أن نكون حريصين فى افتراضاتنا وأن نستخدم تقديرات معقولة !

في التقييمات التالية ، عملنا على تنويع معدلات النمو وصافي هوامش ربح التشغيل ، وتكلفة رأس المال ، وسوف نرى مدى تأثير التغيرات الحادثة في هذه المتغيرات على عملية التقييم . وسوف ينتج عن التنوع في المدخلات لأحد الأسهم سلسلة من القيم وليس مجرد قيمة واحدة ويتيح لنا هذا التنوع رؤية تأثير التدفقات النقدية وتكلفة رأس المال وهي العوامل الأكثر أهمية بالنسبة للشركات المختلفة . عندما نقوم بتقييم أحد الأسهم ، يفضل أن نستخدم افتراضات متحفظة ، وخاصة فيما يتعلق بمعدلات النمو .

اعتمادًا على التقييم الذى سنضعه ، سوف نقوم بتصنيف كل سهم كشراء أو بيع أو احتفاظ . ويعتبر تصنيفنا تصنيفًا افتراضيًا . لا تشتر أو تبع أو تحتفظ بأحد الأسهم اعتمادًا على تقييمات أحد خلاف تقييمك أنت ، وخاصة التقييمات التى تعتمد على معلومات قديمة مثل تلك التقييمات التى تجدها عندما تقرأ هذا الكتاب . يجب عليك أن تتخذ قراراتك الخاصة على أساس تحليلك الخاص .

تذكر أن قيمة أحد الاستثمارات هى عبارة عن مجموع التدفقات النقدية المتوقعة لهذا الاستثمار مخصومة بمعدل خصم يأخذ فى الاعتبار المخاطر ووقت هذه التدفقات النقدية . عند تقييمنا لشركة ميكروسوفت وسيسكو ، كانت التدفقات النقدية المتوقعة هى صافى ربح التشغيل بعد الضرائب لهذه الشركات مطروحًا منه صافى الاستثمار ، وكانت معدلات الخصم هى المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لكل شركة . أولاً ، علينا أن نذهب إلى قائمة دخل الشركة ونجد إيراداتها من العمليات المستمرة ، ثم نطرح منها المصاريف الإدارية ومصاريف الأبحاث والتطوير . ما يتبقى عندئذٍ هو الدخل من التشغيل أو صافى دخل التشغيل . بالنسبة للشركات العادية التى تصنع وتبيع المنتجات والخدمات مثل ميكروسوفت وسيسكو

وماكدونالدز لا تتضمن عملية حساب ربح التشغيل دخل الفوائد ودخل الاستثمار ومصروفات الفائدة .

وتأخذ القوائم المحاسبية للشركات المالية مثل البنوك التجارية وبنوك الاستثمار وشركات التأمين وبنوك الادخار شكلاً مختلفاً عن القوائم المالية لشركة سيسكو أو ميكروسوفت . ويتم تضمين دخل الفوائد ودخل الاستثمار ومصروفات الفائدة في دخل التشغيل . بالنسبة للشركات المالية ، غالبًا ما يكون دخل الفائدة والاستثمار أكبر عناصر الإيرادات . وبالمثل ، تمثل مصروفات الفائدة وعائدها للشركة المالية أكبر تكلفة . ولكى نقوم بالتقييم على نحو سليم لإحدى الشركات المالية والشركات في صناعات أخرى حيث نماذج القوائم المالية لا تتفق بالضبط مع أمثلتنا ، علينا أن نقوم بعمل تغييرات في أسلوبنا الخاص بالتقييم .

تقييم إحدى الشركات المالية

تحقق إحدى الشركات المالية إيرادات من خلال خلق منتجات مالية تسمى أوراق مالية ثانوية مثل وثائق التأمين على الحياة ، وحسابات التوفير السندات المالية السنوية ، وخطط المعاشات ، وعن طريق بيع تلك المنتجات للمستهلكين . تستخدم الشركات المالية الإيرادات المحققة من بيع الأوراق الثانوية لشراء أصول ذات عائد مرتفع تعرف بالأوراق المالية الأولية مثل الرهونات ، والقروض ، والسندات ، والأسهم . ثم تستخدم الفوائد والتوزيعات ومبالغ الأصل والأرباح من الأوراق المالية الأولية . وكذلك الأصول الأخرى للشركة المالية في دفع التدفقات النقدية المرتبطة بالأوراق المالية الثانوية ـ أى شيكات المعاشات الشهرية ، أو المطالبات بموجب وثيقة تأمين على الحياة ضد الحوادث . أو مبالغ التأمين على الحياة ـ أى كل المنتجات التى خلقتها الشركة المالية .

وتعتمد الأنشطة التى تعتبر الأساس لمعظم الشركات المالية على شراء وبيع المطالبات لتدفقات مختلفة من الأموال . ويعتبر شراء وبيع الأموال نشاطًا تنافسيًا جدًا ، وهو الأمر الذى يجب أن يقلل من افتراضات النمو الباهظ في هذه الصناعات . فيما يلى التعديلات التى سوف نقوم بها عند تقييم إحدى الشركات المالية .

١. **حساب دخل التشغيل :** بالنسبة للشركات المالية تتضمن إيرادات التشغيل كل بنود الإيرادات العادية بالإضافة إلى الدخل من الفوائد والتوزيعات التى تم الحصول عليها وأى دخل آخر من الاستثمار . تشمل مصروفات التشغيل كل المصروفات العادية بالإضافة إلى مصروفات الفوائد . وتعتبر عملية حساب دخل التشغيل أكثر شمولاً بالنسبة للشركات المالية منه للشركات الصناعية أو شركات التكنولوجيا .

٢. **معدل الخصم :** حيث إن مصروفات الفائدة للشركات المالية تكون متضمنة فى مصروفات التشغيل ، عند حساب دخل التشغيل لا يهم إذا كانت مصروفات الفائدة يمكن إرجاعها إلى أحد الالتزامات قصيرة الأجل ، أو أحد إصدارات المديونية طويلة الأجل . ولأن مصروفات الفائدة متضمنة فى حساب دخل التشغيل ، فإن كافة التدفقات النقدية للشركات المالية بعد سداد الضرائب تنتمى إلى حملة الأسهم المميزة والأسهم العادية . وهذا يجعل معدل الخصم لإحدى الشركات المالية يساوى تكلفة رأس المال من حقوق الملكية . ولإدخال هذا التعديل لبرنامج ValuePro2002 ، نقوم بتضمين الإصدارات طويلة الأجل للشركة التى نقوم بتقييمها فى فئة الالتزامات قصيرة الأجل . إن وضع إصدارات المديونية فى الالتزامات قصيرة الأجل يجعل من حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال يساوى تكلفة حقوق ملكية الأسهم العادية والأسهم المميزة .

٣. **معدلات الاستثمار والإهلاك :** تكون المصروفات الخاصة بالأراضى والمصانع والمعدات وتكاليف الإهلاك أقل بكثير بالنسبة للشركات المالية من الشركات الأخرى . ومع ذلك ، تشمل المصروفات الرأسمالية للشركات المالية عمليات شراء الشركات التجارية لدفع النمو . إذا كانت الحالة كذلك ، فإن تكلفة شراء الشركات التجارية يجب أن تدخل ضمن المصروفات الرأسمالية وفى حساب معدل الاستثمار .

٤. **تعديلات قائمة المركز المالى :** لا تقوم قوائم المركز المالى للشركات التجارية بالفصل بين الأصول والالتزامات إلى فئات جارية وطويلة الأجل .

لذلك ، عندما نقوم بحساب الأصول قصيرة الأجل للشركة ، نأخذ إجمالى الأصول ونطرح منها سمعة المنشأة والأصول غير الملموسة الأخرى مع طرح أى أصل ذى قيمة مشكوك فيها ، وكذلك طرح الأصول طويلة الأجل مثل الأراضى والمصانع والمعدات من إجمالى الأصول .

٥. رأس المال العامل المتراكم : لأنه لا يوجد تمييز بين الأصول والالتزامات الجارية وطويلة الأجل بالنسبة للشركات المالية ، سوف نقوم بتعديل تكاليف رأس المال العامل لتصبح صفرًا . عادة ما تقوم إحدى الشركات المالية باستثمار كل أموالها فى أصول مالية أخرى يتميز معظمها بأنها أصول مالية قصيرة الأجل وليست طويلة الأجل مثل الأراضى والمعدات . بالنسبة للشركات المالية ، لا يعتبر رأس المال العامل ضوءًا جانبيًا يدعم النشاط كما هو بالنسبة لشركات التصنيع أو شركات الخدمات . بل يعتبر رأس المال العامل هو النشاط الأساسى بالنسبة للعديد من الشركات المالية .

لنبدأ بإلقاء نظرة على إحدى المؤسسات المالية المهمة فى الولايات المتحدة وفى العالم ككل ، وهى : سيتى جروب .

تقييم سيتى جروب – ١٧ ديسمبر ٢٠٠٢

السعر ٣٧,١٢ دولار ، القيمة ٤٧,١٢ دولار إلى ٨٨,٠٢ دولار ، توصية قوية بالشراء
وصف عام لشركة سيتى جروب – إحدى الشركات القابضة العالمية فى التمويل

تأسست شركة سيتى جروب (C:www.citigroup.com/) فى عام ١٩٨٨ وتعتبر إحدى الشركات العالمية القابضة فى عالم التمويل والتى تخدم حوالى ٢٠٠ مليون عميل ويعمل لديها ٢٦٨٠٠٠ موظف فى ما يزيد عن ١٠٠ دولة . تعتبر سيتى جروب أكبر المؤسسات المالية على مستوى العالم وتقوم بإدارة أنشطتها من خلال شركات تابعة ، والتى تعتبر رائدة فى مجالها : سيتى بنك فى مجال البنوك التجارية ، وسالمون سميث بارنى فى مجال بنوك الاستثمار وأنشطة السمسرة ، وترافلر بروبرتى

كاجواليتى فى الأراضى والتأمين ضد الحوادث ، وشركة ترافلر أنشورانس فى التأمين على الحياة . تقوم سيتى جروب بتقسيم عملياتها وأنشطتها إلى مجموعات عديدة وهى : جلوبال كونسيومر ، وجلوبال كوربوريت ، وجلوبال إنفستمنت ، وبرايفت بانكينج ، وانفسمنت أكتفيفيتى .

تقدم مجموعة جلوبال كونسيومر خدمات البنوك والإقراض والاستثمار والتأمين للمستهلكين والأنشطة الصغيرة فى جميع أنحاء العالم . وتقدم هذه المنتجات من خلال جهات التشغيل التالية : سيتى بنك نورث أميركا وسيتى بنك أون لاين ، ومورتاج بانكينج ، ونورث أميركا كاردس ، وسيتى فاينانشال ، وبريميركا فاينانشال سيرفس .

تقدم مجموعة جلوبال كوربوريت نصائح الاستثمار وخدمات بنوك الاستثمار وخدمات البنوك التجارية للمؤسسات والحكومات والشركات فيما يزيد عن ١٠٠ دولة ، وذلك من خلال كوربوريت آند انفستمنت بنك والذى يتعهد أو يتولى مسئولية إصدارات السندات وتوزيعها والأسهم للشركات وللوكالات الأجنبية والمحلية والهيئات الحكومية والهيئات التى تشرف عليها الحكومة .

تختص مجموعة جلوبال إنفستمنت ، وبرايفت بانكينج بإدارة الأصول والتأمين . وتقدم كل من سيتى جروب أسيت مانجمنت وترافلر لايف آند أنيوتى ، وسيتى جروب برايفت بانك هذه المنتجات للعملاء من المؤسسات والأفراد ذوى الأهمية الكبيرة . وتتكون إنفسمنت أكتيفيتى من شركة سيتى جروب لأنشطة رأس المال والعمليات الخاصة والمختصة بأنشطة الإقراض للجهات الأجنبية .

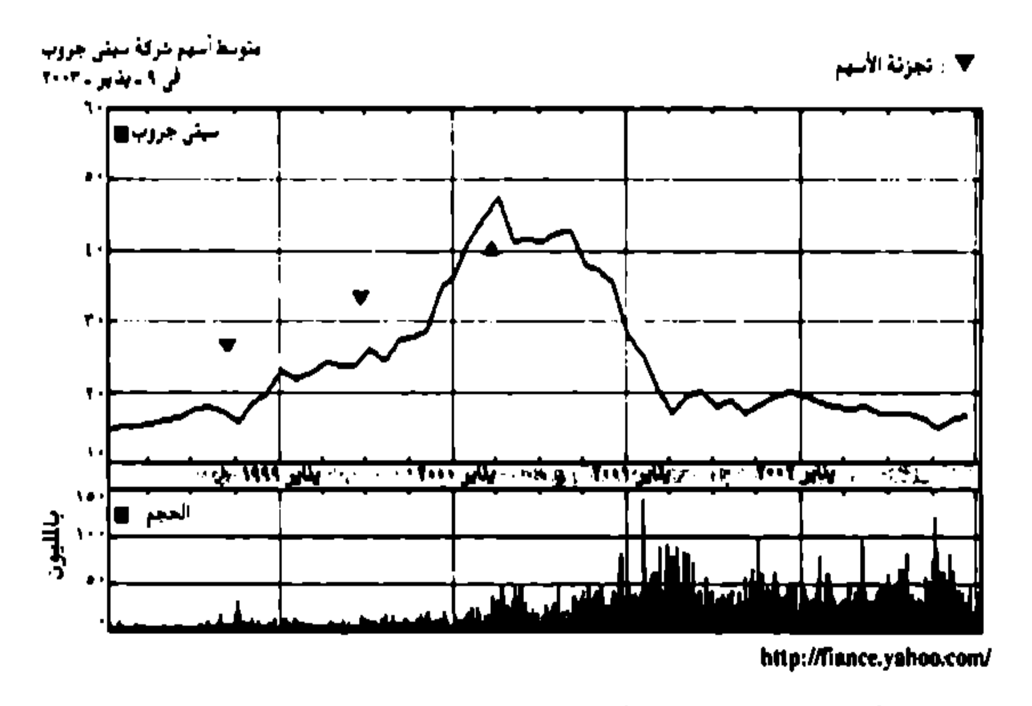
تجعل الحصة السوقية لأسهم شركة سيتى جروب والبالغ قدرها ١٨٢ مليار دولار منها الشركة رقم واحد فى العالم فى مجال الخدمات المالية . وهذه القيمة السوقية تمثل ١٢,٦ مرة من العوائد وقدرها ١٤,٨ مليار دولار . وتقدم سيتى جروب توزيعات أرباح سنوية قدرها ٠,٧٢ دولار للسهم . وتقوم بنشاط شراء الأسهم فى السوق المفتوح ، وقد قامت بشراء ٨٧ مليون سهم فى عام ٢٠٠٢ . يوضح الرسم (٨ ـ ١) السعر التاريخى خلال فترة خمس سنوات لمجموعة سيتى جروب .

ولكن عانى سهم سيتى جروب فى الفترة الأخيرة بسبب المخاوف المتعلقة بعلاقة سيتى جروب بشركة إنرون ، وبسبب سلسلة من الدعاوى

القضائية التى رفعها المستثمرون والإجراءات القانونية التى اتخذتها الولاية والحكومة المركزية ضد سالمون سميث بارنى والمتعلقة بأنشطة إصدار السندات فى قطاع الاتصالات . وقد انتهت هذه المعاناة فى ٢٠ ديسمبر ٢٠٠٢ عندما وافقت شركة سالمون سميث على سداد ٣٠٠ مليون دولارات كغرامات لهيئة الرقابة والإشراف والمنظمين للأوراق المالية فى الولاية لتسوية التحقيق فى سلوك بعض محللى الأسهم لديها . وقد تم التوصل إلى هذا الاتفاق بعد تاريخ هذا التقييم وليس منعكسًا فى هذا التحليل ، أو فى سعر السهم ، أو فى القيمة الحقيقية .

تطوير مدخلات التقييم ـ سيتى جروب

تتغير القيمة الحقيقية لأى شركة مع مرور الوقت حيث تتغير القيمة الحقيقية لأية شركة وفقاً لتوقعاتها ومنتجاتها والوضع التنافسى وتعديل المنتج فى السوق وفقًا للتكنولوجيا الجديدة واحتياجات المستهلكين ومتطلبات رأس المال وسلوك السوق .



تجزئة الأسهم : ١ مارس ٩٣ [٣ : ٢] ، ٣٠ أغسطس ٩٣ [٤ : ٣] ، ٢٨ مايو ٩٦ [٣ : ٢] ، ٢٥ فبراير ٩٦ [٤ : ٣١] ، ٢٠ نوفمبر ٩٧ [٤ : ٣] ، ١ يناير ٩٩ [٣ : ٢] ، ٢٨ أغسطس ٢٠٠٠ [٤ : ٣]

الرسم ٨ ـ ١ سعر سهم شركة سيتى جروب على مدى خمس سنوات

من الضرورى تضمين آخر المعلومات المتاحة فى التقييم . ينتهى العام المالى لشركة سيتى جروب فى ٣١ ديسمبر . كانت آخر المعلومات التى تم مراجعتها والتى كانت متاحة للعامة وقت هذا التقييم كانت عن العام المنتهى فى ٣١ ديسمبر ٢٠٠١ ، أى متأخرة عامًا كاملاً . فى هذا الموقف ، من الضرورى إلقاء نظرة على نشرات الأرباح ربع السنوية للشركة . فى ١٥ أكتوبر ٢٠٠٢ نشرت شركة سيتى جروب أرباح الربع الثالث للربع المنتهى فى ٣٠ سبتمبر ٢٠٠٢ على موقعها على شبكة الإنترنت .

تُظهر نشرة الأرباح صورة حالية أكبر للشركة وهى مصدر الكثير من المعلومات الموجودة فى هذا التقييم . (انظر نشرة الأرباح على موقع سيتى جروب على شبكة الإنترنت) كما قمنا بتضمين قائمة الدخل لعام ٢٠٠١ ، والتى تمت مراجعتها ، وكذلك الميزانية ، وبيان التدفقات النقدية فى الرسومات (٨ - ٢) ، (٨ - ٣) ، (٨ - ٤) على الترتيب .

ومن خلال المعلومات التى قدمتها نشرة أرباح الربع الثالث فى التقرير السنوى لشركة سيتى جروب لعام ٢٠٠١ وعلى المواقع المالية على شبكة الإنترنت ، عملنا على تطوير مدخلات التقييم .

الإيرادات : على حسب الأهمية ، تتمثل مصادر الإيرادات لشركة سيتى جروب فى : فوائد القروض والأتعاب والأرباح الأخرى ، والتوزيعات والعمولات والأتعاب وأقساط التأمين ، والعمليات المتعلقة بمبالغ الأصل وأتعاب إدارة الأصول . وقد سجلت قائمة الدخل لعام ٢٠٠١ أرباحًا سنوية لشركة سيتى جروب قدرها ١١٢,٠٢٢ مليار دولار .

قائمة دخل مجمعة

قائمة دخل لمؤسسة سيتي جروب لعام ٢٠٠١

السنة المالية المنتهية في ٣١ ديسمبر

(الأرقام بالألف دولار)	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩
الإيرادات			
فوائد القروض متضمنة الأتعاب	$٣٩٦١٩	$٣٧٣٧٧	$٣٣٣١٨
فوائد وتوزيعات أخرى	٢٦٩٤٩	٢٧٥٦٢	٢١٩٧١
أقساط تأمين	١٣٤٨٠	١٢٤٢٩	١١٥٠٤
عمولات وأتعاب	١٥٩٤٤	١٦٣٦٣	١٣٢٢٩
عمليات خاصة بالأصول	٥٥٤٤	٥٩٨١	٥١٦٠
أتعاب إدارة الأصول وأتعاب إدارية	٥٣٨٩	٥٣٣٨	٤١٦٤
أرباح محققة من بيع استثمارات	٥٧٨	٨٠٦	٥٤١
دخول أخرى	٤٥٤٢	٥٩٧٠	٤٨٠٩
إجمالي الإيرادات	١١٢٢٢	١١١٨٢٦	٩٤٣٩٦
مصروفات الفائدة	٣١٩٠٥	٣٦٦٣٨	٢٨٦٧٤
إجمالي الإيرادات ، صافي مصروفات الفوائد	٨٠٠٦٧	٧٥١٨٨	٦٥٧٢٢
مزايا مالية ، مطالبات وخسائر مالية			
فوائد لحملة وثائق التأمين ومطالبات مالية	١١٧٥٩	١٠١٤٧	٩١٢٠
مخصصات للخسائر المالية	٦٨٠٠	٥٣٣٩	٤٧٦٠
إجمالي الفوائد والمطالبات والخسائر المالية	١٨٥٥٩	١٥٤٨٦	١٣٨٨٠
مصروفات التشغيل			
تعويضات ومزايا غير تأمينية	١٩٤٤٩	١٨٦٣٣	١٦١٦٩
ضمان تأمين واستحواذ وتشغيل	٣٩٢١	٣٦٤٣	٣٧٦٥
إعادة هيكلة ـ واندماج ـ بنود متعلقة بها	٤٥٨	٧٥٩	(٥٣)
مصروفات تشغيل أخرى	١٥٧٧٣	١٥٥٢٤	١٣٨١٠
إجمالي مصروفات التشغيل	٣٩٦٠١	٣٨٥٥٩	٣٣٦٩١
الدخل قبل ضرائب الدخل ، حقوق الأقلية والتأثير المجمع للتغيرات المحاسبية	٢١٨٩٧	٢١١٤٣	١٨١٥١
مخصص لضرائب الدخل	٧٥٢٦	٧٥٢٥	٦٥٣٠
حقوق الأقلية ، صافي ضرائب الدخل	٨٧	٩٩	٢٥١
الدخل قبل التأثير المجمع للتغيرات المحاسبية	١٤٢٨٤	١٣٥١٩	١١٣٧٠
التأثير المجمع للتغيرات المحاسبية	(١٥٨)	–	(١٢٧)
صافي الدخل	$١٤١٢٨	$١٣٥١٩	$١١٢٤٣
الأرباح الأساسية لكل سهم			
الدخل قبل التأثير المجمع للتغيرات المحاسبية	٢٨٢	$٢٦٩	$٢٢٦
التأثير للتغيرات المحاسبية	(٠,٠٣)	–	(٠,٠٣)
صافي الدخل	$٢٧٩	$٢٦٩	$٢٢٣
المتوسط المرجح للأسهم العادية المتداولة	٥٠٣١,٧	٤٩٧٧,٠	٤٩٧٩,٢
الأرباح المخففة لكل سهم			
الدخل قبل التأثير المجمع للتغيرات المحاسبية	٢٧٥	$٢٦٢	$٢١٩
التأثير المجمع للتغيرات المحاسبية	(٠,٠٣)	–	(٠,٠٢)
صافي الدخل	$٢٧٢	$٢٦٢	$٢١٧
المتوسط المرجح المعدل للأسهم العادية المتداولة	٥١٤٧,٠	٥١٢٢٢	٥١٢٧,٨

الرسم ٨ ـ ٢ قائمة الدخل لمؤسسة سيتي جروب لعام ٢٠٠١

معدل نمو الإيرادات : لقد كان النمو التاريخي للإيرادات لشركة سيتي جروب جيدا ، حيث ازداد من ٨٠,٥ مليار دولار في ١٩٩٧ إلى ١١٢,٠ مليار في ٢٠٠١ ـ أي معدل نمو سنوى مركب قدره ٨,٦ ٪ ، وعندما كان معدل النمو في انخفاض ، كانت الإيرادات ثابتة فيما بين عامى ٢٠٠٠ ، ٢٠٠١ وانخفضت بمقدار ٧,٨ ٪ في الربع الثالث من عام ٢٠٠٢ عند مقارنتها بالربع الثالث لعام ٢٠٠١ . ويرجع السبب الرئيسي لنمو إيرادات منخفضة إلى الانخفاض العام في معدلات الفائدة ، والتي تعد بمثابة سلاح ذى حدين . ينتج عن معدلات الفائدة المنخفضة دخل منخفض من الفوائد ، ولكن المعدلات المنخفضة أيضًا تعمل على خفض مصروفات الفائدة . وتعتبر تكاليف الفوائد هي أكبر بنود المصروفات بالنسبة لشركة سيتي جروب . وقد ازداد دخل سيتي جروب من العمليات المستمرة قبل ضريبة الدخل حيث نما بمقدار ١٦,٤ ٪ ، ٣,٦ ٪ على مدار العامين الماضيين ، ١١,٦ ٪ خلال الربع الثالث .

وفيما يتعلق بالنمو ، دعنا نلق نظرة على ما يراه الخبراء . تقوم مؤسسة زاكس إنفستمنت ريسيرش بجمع المعلومات من المحللين في سوق الأسهم والمتعلقة بتقديرات الأرباح وتوصيات الأسهم . تنظر زاكس إلى نمو الأرباح لكل سهم على مدى فترات تصل إلى خمس سنوات . في نموذج التدفقات النقدية المخصومة ، لن يؤثر وضع نمو الإيرادات في خلاف دخل التشغيل أو الأرباح (والتي تعد دالة للإيرادات وصافي هامش ربح التشغيل) بدرجة كبيرة في القيمة الحقيقية للسهم . وقد وجدت زاكس أن توقعات المحللين لنمو الأرباح لكل سهم على مدى السنوات الخمس القادمة لشركة سيتي جروب بلغت ١٤,٥ ٪ . من بين المحللين الذين قامت زاكس باستطلاع رأيهم والذى غطى سيتي جروب ، نصح ثمانية منهم سيتي جروب نصيحة قوية بالشراء ، في حين أن عشرة منهم وضعوا توصية بالشراء في حين قدم محلل واحد توصية قوية بالبيع .

قائمة مجمعة للمركز المالي

شركة سيتي جروب والشركات التابعة لها
السنة المالية المنتهية في ٣١ ديسمبر

(الأرقام بالمليون دولار)	٢٠٠١	٢٠٠٠
الأصول		
النقدية من البنوك متضمنة نقدية مخصصة وودائع أخرى	$ ١٨٥١٥	$ ١٤٦٢١
ودائع بفائدة لدى البنوك	١٩٢١٦	١٦١٨٤
صناديق حكومية مباعة وأوراق مالية مقترضة أو مشتراة		
بموجب اتفاقات لإعادة بيع حصيلة السمسرة	١٣٤٨٠٩	١٠٥٨٧٧
أصول حساب المتاجرة (متضمنة ٣٦,٣٥١ دولار و ٣٠,٥٠٢ دولار مرهونة لدائنين في ٣١ ديسمبر ٢٠٠١ ، ٣١ ديسمبر ٢٠٠ على التوالي)	٣٥١٥٥	٢٥٦٩٦
استثمارات (متضمنة ١٥.٤٧٥ دولار و ٣.٣٥٤ مرهونة لدائنين في ٣١ ديسمبر ٢٠٠١ و ٣ ديسمبر ٢٠٠٠ على التوالي)	١٤٤٩٠٤	١٣٢٥١٣
قروض ، صافي دخل غير محقق	١٦٠٨٣٧	١٢٠١٢٢
استهلاكي	٢٤٤١٥٩	٢٢٨٨٧٩
تجاري	١٤٧٧٧٤	١٣٩١٤٣
قروض ، صافي دخل غير محقق	٣٩١٩٣٣	٣٦٧٠٢٢
إعانات لخسائر القروض والائتمان	(١٠٠٨٨)	(٨٩٦١)
صافي إجمالي القروض	٣٨١٨٤٥	٣٥٨٠٦١
إعادة تأمين	١٢٣٧٣	١٠٧١٦
حسابات منفصلة ومتنوعة	٢٥٥٦٩	٢٤٩٤٧
أصول أخرى	١١٨٢٢٧	٩٣٤٩٢
إجمالي الأصول	$ ١٠٥١,٤٥٠	$ ٩٠٢٢١٠
الالتزامات		
ودائع بدون فائدة في الفروع الأمريكية	$ ٢٣٠٥٤	$ ٢١٦٨٤
ودائع بفائدة في الفروع الأمريكية	١١٠٣٨٨	٥٨٩١٣
ودائع بدون فائدة لدى فروع خارج الولايات المتحدة الأمريكية	١٨٧٧٩	١٣٨١١
ودائع بفائدة لدى فروع خارج الولايات المتحدة الأمريكية	٢٢٢٣٠٤	٢٠٦١٦٨
إجمالي الودائع	٣٧٤٥٢٥	٣٠٠٥٨٦
صناديق حكومية وأوراق مالية مقرضة أو مباعة بموجب اتفاقات إعادة الشراء	١٥٣٥١١	١١٠٦٢٥
حسابات مستحقة الدفع	٣٢٨٩١	١٥٨٨٢
التزامات حساب المتاجرة	٨٠٥٤٣	٨٥١٠٧
حسابات منفصلة ومتنوعة	٤٨٩٣٢	٤٤٨٨٤
وثائق تأمين واحتياطيات لمقابلة المطالبات	٤٩٢٩٤	٤٤٨٨٨
اقتراض استثمار وسمسرة	١٤٨٠٤	١٨٢٢٧
اقتراض قصير الأجل	٢٤٤٦١	٥١٦٧٥
سندات ومديونية طويلة الأجل	١٢١٦٣١	١١١٧٧٨
التزامات أخرى	٦٢٤٨٨	٤٧٦٦٤
أوراق مالية قابلة للاسترداد خاصة بمجموعة		
سيتي جروب أو المؤسسات التابعة لها ـ المجموعة الأم	٤٨٥٠	٢٣٠٠
ـ المؤسسات التابعة	٢٢٧٥	٢٦٢٠
إجمالي الالتزامات	٩٧٠٢٠٣	٨٣٦٠٠٤
حقوق ملكية المساهمين		
أسهم مميزة (قيمة اسمية ١ دولار أسهم مصرح بها تبلغ ٣٠ مليون عند التصفية)	١٥٢٥	١٧٤٥
اسهم عادية (قيمة اسمية ١ دولار ، اسهم مرخص بها ٥ مليار سهم)		
الأسهم المصدرة : عام ٢٠٠١ ـ ٥٤٧٧٤١٦٢٥٤ سهم وفي عام ٢٠٠٠ ـ ٥,٣٥١١٤٣٥٨٣ سهم	٥٥	٥٤
رأس مال إضافي مدفوع	٢٣١٩٦	١٦٥٠٤
أرباح محتجزة	٦٩٨٠٣	٥٨٨٨٢
أسهم خزينة ، بالتكلفة في عام ٢٠٠١ ـ ٣٢٨,٧٢٧,٧٩٠ سهم . وفي عام ٢٠٠٠ ٣٢٨,٩٢١,١٨٩ سهم	(١١٠٩٩)	(١٠٢١٣)
تكاليف أخرى متراكمة خاصة بالأوراق المالية	(٨٤٤)	١٢٣
تعويضات غير محققة	(١٣٨٩)	(٨٨٩)
إجمالي حقوق ملكية حملة الأسهم	٨١٢٤٧	٦٦٢٠٦
إجمالي الالتزامات وحقوق الملكية	$ ١٠٥١,٤٥٠	$ ٩٠٢٢١٠

الرسم ٨ ـ ٢ قائمة الميزانية لمجموعة سيتي جروب لعام ٢٠٠١

قائمة تدفقات نقدية مجمعة

قائمة دخل المؤسسة سيتي جروب لعام ٢٠٠١

السنة المالية المنتهية في ٣١ ديسمبر

(الأرقام بالمليون دولار)	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩
تدفقات نقدية من أنشطة التشغيل			
صافي الدخل	$ ١٦١٢٦	$ ١٣٥١٩	$ ١١٢٤٣
تعديلات لمطابقة صافي الدخل مع صافي النقدية التي تقدمها أنشطة التشغيل :			
استهلاك وثائق التأمين المؤجلة وقيمة التأمين الساري	٢٠٦٢	١٦٧٦	١٦١٣
إضافات لتكاليف الاستحواذ على بوالص التأمين المؤجلة	(٢٥٩٢)	(٢١٥٤)	(١٩٦٦)
إهلاك واستهلاك	٢٤١٧	٢٦٤٨	٢٢٢٦
مخصصات ضرائب مؤجلة	١٠١٤	١٥٣٧	٥٩٨
مخصصات خسائر قروض	٦٨٠٠	٥٣٣٩	٤٧٦٠
تغيرات في أصول حساب المتاجرة	(١٢٣٩١)	(٢٥٤٥٢)	٩٩٢٨
تغيرات في التزامات حساب المتاجرة	(٤٥٨٤)	(٥٣٩٣)	(٣٨٤٨)
تغيرات في الصناديق الحكومية المباعة والأوراق المالية المقترضة أو المشتراة بموجب اتفاقات إعادة البيع	(٢٨٩٣٢)	٦٧٧٨	(١٧٨٢٤)
تغيرات في الصناديق الحكومية المشتراة والأوراق المقرضة أو المباعة بموجب اتفاقات إعادة الشراء	٣٩٨٣٤	١٨٠٣٤	١١٥٦٦
التغير في حصيلة السمسرة ، صافي السمسرة المدفوعة	٧٥٥٠	(١٠٣٣)	(٤٩٢٦)
التغير في وثائق التأمين واحتياطيات المطالبات	٤٩٢٨	٨٤٨	٤٠٥
صافي أرباح مبيعات استثمارات	(٥٧٨)	(٨٠٦)	(٥٤١)
أنشطة رأسمالية	٨٨٨	(١٠٤٤)	(٨٦٣)
تكاليف متعلقة بإعادة الهيكلة وتكاليف متعلقة بالاندماج	٤٥٨	٧٥٩	(٥٣)
التأثير المجمع للتغيرات المحاسبية ، صافي الضريبة	١٥٨	-	١٢٧
بنود أخرى	(٤٣٠)	(١٢٥٥٩)	(١٢٢٧)
إجمالي التعديلات	١٢٤٥٢	(١٠٨٤٦)	(٢٠)
صافي النقدية الناتجة من أنشطة التشغيل	٢٦٥٧٨	٢٦٧٣	١١٢٢٣
التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار			
التغير في ودائع بفائدة لدى البنوك	(٣٠٦٢)	(٣٨٩٨)	(٥٧٣)
التغير في القروض	(٣٤٧٨٧)	(٨٢٩٨٥)	(١٢٠٩٧٠)
حصيلة مبيعات قروض	٢٩٤٧٠	٣٢٥٨٠	٩٤٦٧٧
مشتريات استثمارات	(٤٥٣٥٠٤)	(١٠٣٤٨١)	(٩٢٤٩٥)
حصيلة بيع استثمارات	٤٠٣٠٧٨	٨٧٥٦١	٤٩٦٧٨
حصيلة من استثمارات مستحقة	٣١٨٦٧	٣٤٧٧٤	٣٥٥٢٥
استثمارات أخرى ، قصيرة الأجل	(٩٤٢)	(٣٠٨٦)	٢٦٧٧
المصروفات الرأسمالية على المباني والمعدات	(١٧٧٤)	(٢٢٤٩)	(١٧٥٠)
حصيلة بيع مباني ومعدات ، شركات تابعة وأصول معاد تملكها	١٨٠٢	١٢٣٢	٣٤٣٧
استحواذات خاصة بالنشاط	(٧٠٩٧)	(٨٠٨٤٣)	(٦٣٢١)
صافي النقدية المستخدمة في أنشطة الاستثمار	(٣٧٦٠٩)	(٦٨٣٧٥)	(٣٦١١٥)
التدفقات النقدية من أنشطة التمويل			
توزيعات أسهم مدفوعة	(٣١٨٥)	(٢٦٥٤)	(٢١٣٩)
إصدارات أسهم عادية	٨٧٥	٦٦٨	٧٥٨
إصدار أوراق قابلة للاستحقاق خاصة بالصناديق التابعة	-	-	٩٠٠
إصدار أوراق قابلة للاستحقاق خاصة بالصناديق الأم	٢٥٥٠	-	-
استرداد أوراق مالية خاصة بالصناديق التابعة	(٣٤٥)	-	-
استرداد أسهم مميزة	(٢٢٠)	(١٥٠)	(٣٨٨)
أسهم الخزينة المتحصل عليها	(٣٠٤٥)	(٤٠٦٦)	(٣٩٥٤)
أسهم بغرض سداد الضرائب المستحقة	(٥٠٦)	(٥٩٣)	(٤٩٦)
إصدار سندات مديونية طويلة الأجل	٤٣٧٣٥	٤٣٥٢٧	١٨٥٣٧
مدفوعات واستهلاك سندات طويلة الأجل	(٣٤٧٩٥)	(٢٢٣٣٠)	(١٨٨٣٥)
التغير في الودائع	٣٩٣٩٨	٣٩٠١٣	٣٢١٦٠
التغير في الاقتراض قصير الأجل متضمنة الاستثمار المصرفي والاقتراض بالعملة	(٣٢٠٩١)	٩٨٥١	(٥٨٠)
إيداعات خاصة بالصناديق	٨٣٨٣	٦٠٧٧	٥٩٣٣
مسحوبات خاصة بالصناديق	(٥٤٨٦)	(٤٧٥٨)	(٥٠٢٨)
صافي النقدية المقدمة من أنشطة التمويل	١٥٢٤٨	٦٤٨٧٥	٢٦٥٦٨
تأثير تغيرات سعر الصرف على النقدية والمستحقات من البنوك	(٣٢٣)	(٥٣٠)	(٩٨)
التغير في النقدية والمستحقات من البنوك	٣٨٩٤	(١٣٥٧)	١٥٧٨
النقدية والمستحقات من البنوك في بداية الفترة	١٤٦٢١	١٥٩٧٨	١٤١٠٠
النقدية والمستحقات من البنوك في نهاية الفترة	$ ١٨٥١٥	$ ١٤٦٢١	$ ١٥٩٧٨

الرسم ٨ ـ ٤ قائمة التدفقات النقدية لمجموعة سيتي جروب لعام ٢٠٠١

من خلال سيناريو التقييم الأولى لشركة سيتى جروب ، استخدمنا افتراض نمو الأرباح لكل سهم بمقدار ١٤,٥ ٪ والذى افترضه المحللون الذين استطلعت شركة زاكس آراءهم . ونحن نعرف أن محللى الأسهم كثيرًا ما يكونون متفائلين للغاية فيما يتعلق بمعدلات النمو . كما أننا نفهم أن السيناريو الأولى سوف يعطينا قيمة حقيقية مرتفعة للسهم . فبالطبع إن شركة كبيرة مثل سيتى جروب يمكن أن تنمو بمعدل ثابت قدره ١٤,٥ ٪ سنويًا . ويعتبر معدل النمو هو الافتراض الذى نقوم بتنويعه لنرى تأثيره على القيمة الحقيقية .

وقد قمنا بتخفيض فرض النمو فى السيناريو التالى الذى قمنا به ، حيث افترضنا اتجاهًا تنازليًا فى النمو حيث عملنا على تخفيض معدل نمو سيتى جروب بمقدار ١٪ سنويا إلى أن وصل إلى مستوى ٥٪ . ويعد هذا مستوى النمو طويل الأجل الذى نعتقد أن سيتى جروب يمكنها المحافظة عليه . يعد هذا التقدير تقديرًا معقولاً لشركة سيتى جروب ، ويجب أن ينتج عنه تقييم واقعى . فى النهاية ، نظرنا إلى سيناريو ثالث والذى يستخدم معدل نمو ثابت قدره ٥٪ والذى نعتقد أنه سوف يعطى تقييمًا متحفظًا لشركة سيتى جروب .

فترة العائد الإضافى . ناقشنا فترة العائد الإضافى على مدار ١ ، ٥ ، ٧ ، ١٠ سنوات . وهى سهلة ومقبولة وجيدة ورائعة على التوالى . ونحن نستخدمها عند القيام بالتقييم . قد يكون من الصعب أن نجد أحدًا لا يعتبر سيتى جروب شركة رائعة جيدة الإدارة ولها علامات تجارية رائعة . لهذا استخدمنا فترة العائد الإضافى لمدة ١٠ سنوات فى التقييم الذى أجريناه .

تقدير صافى هامش ربح التشغيل : وهو يعتبر ثانى الإخوة الصينيين الخمسة . ولكى نقوم بحسابه ، نحتاج إلى معرفة مصروفات التشغيل للشركة ، وحسب الأهمية تتمثل مصروفات سيتى جروب فى : مصروفات الفائدة ، والمزايا المالية الممنوحة للعاملين والمطالبات وخسائر الائتمان ومصروفات التشغيل الأخرى . ولحساب دخل التشغيل لشركة سيتى جروب ، نأخذ الإيرادات من العمليات المستمرة ونقوم بطرح إجمالى المصروفات . ولكى نصل إلى صافى ربح التشغيل للشركة ، نقوم بقسمة دخل التشغيل على الإيرادات . على مدار السنوات المالية الثلاث

الماضية ، كان صافي ربح التشغيل مستقرًا نسبيا عند ١٩,٢٣ ٪ ، ١٨,٩١ ٪ ، ١٩,٥٥ ٪ بمتوسط قدره ١٩,٢٣ ٪ . خلال الربع الثالث المنتهى فى ٣٠ سبتمبر ، قفز هامش صافى ربح التشغيل للشركة إلى ٢٤,١٩ ٪ . ولإجراء التقييم الأساسى ، استخدمنا متوسط ثلاث سنوات وهو ١٩,٢٣ ٪ ونأمل أن تستطيع سيتى جروب الاستمرار فى تحسين عملياتها كما كان الحال خلال الربع الثالث من عام ٢٠٠٢ .

معدلات ضريبة الدخل : كان متوسط مخصصات ضرائب الدخل للشركة هو ٣٥,٣ ٪ على مدى فترة الثلاث سنوات من ١٩٩٩ إلى ٢٠٠١ . لقد استخدمنا هذه النسبة فى تقييمنا الأساسى .

الاستثمار الجديد والإهلاك : لكى تنمو إحدى الشركات الصناعية ، فإنها تستثمر جزءًا كبيرًا من إيراداتها فى الأراضى والمصانع والمعدات . وقد أشرنا فى بداية هذا الفصل إلى أن الشركات المالية تستثمر القليل فى الأراضى والمصانع والمعدات ، ولديها تكاليف إهلاك صغيرة . كما تستثمر الشركات المالية فى البرامج لتطوير أنظمة تعامل وإدارة مخاطر خاصة بها ، وغالبا ما تنمو عن طريق الحصول على أنشطة فى مجالات متشابهة لمجال نشاطها . لقد حققت سيتى جروب استثمارات كبيرة على مدى السنوات الثلاث الماضية فى عمليات الاستحواذ على الشركات ـ ٦,٣ مليار دولار فى ١٩٩٩ ، ٨,٨ مليار دولار فى ٢٠٠٠ ، ٧,١٧ مليار دولار فى ٢٠٠١ .

فى المتوسط ، أنفقت سيتى جروب ٧,١٧ مليار دولار سنويا أو بمتوسط ٦,٧٦ ٪ من إيراداتها للاستحواذ على الشركات الأخرى . كما أن المصروفات الرأسمالية على مدى تلك الفترة كانت بمتوسط قدره ١,٩ مليار سنويًا ، والتى كانت أكثر من المبالغ المحققة من حصيلة بيع المبانى والمعدات والأصول المعاد تملكها ، ولقد استخدمنا نسبة قدرها ٦,٧٦ ٪ بالنسبة للمدخلات الخاصة بمعدل الاستثمار .

كانت تكاليف الإهلاك هى ٢,٢ ، ٢,٦ ، ٢,٤ مليار دولار فى ١٩٩٩ ، ٢٠٠٠ ، ٢٠٠١ على التوالى . وكان متوسط معدل الإهلاك ٢,٤ مليار دولار سنويا أو ٢,٢٦ ٪ من الإيرادات السنوية . ولقد استخدمنا هذه النسبة ٢,٢٦ ٪ كمدخل لمعدل الإهلاك .

رأس المال العامل المتراكم : كما سبق أن ناقشنا ، يعمل رأس المال العامل على دعم أنشطة التصنيع والخدمات في الشركات غير المالية . ويعتبر الاستثمار في رأس المال العامل عملاً مرهقاً بالنسبة لشركات التصنيع . بالنسبة للشركات المالية ، تتمثل التزاماتها وأصولها الرئيسية في المطالبات المالية التي تأخذ مكان رأس المال العامل . وبالتالي ، فإن القيد الخاص برأس المال العامل بالنسبة للشركات الصناعية كان صفرًا .

الأصول قصيرة الأجل : تسجل ميزانية الربع الثالث لشركة سيتي جروب إجمالي أصول قدره ١,٠٣١ مليار دولار . وتتمثل الأصول الرئيسية في القروض والاستثمارات وأصول الحسابات المتعامل عليها والمبالغ المقرضة وحسابات القبض والنقدية . من هذا الإجمالي قمنا باستبعاد الأصول الثابتة والأصول المشكوك في قيمتها ـ مثل الشهرة ـ والبالغة ٢٢,٦ مليار دولار والأصول غير الملموسة ٧,٨ مليار دولار والذى أعطى لنا قيد أصول قصيرة الأجل قدره ١٠٠٠,٦ مليار دولار .

الالتزامات قصيرة الأجل : تتمثل الالتزامات الأساسية لشركة سيتي جروب في الودائع والأموال المقترضة والأموال المقترضة قصيرة الأجل . وكما سبق أن ناقشنا ، لكي نتمشى مع معاملة الفائدة كأحد مصروفات التشغيل بالنسبة للشركات المالية ، قمنا بتضمين إصدارات المديونية طويلة الأجل للشركة في فئة الالتزامات قصيرة الأجل . عندما نقوم بتقييم الشركات المالية ، نحن نستخدم قيدًا مقداره صفر كمدخلات لإصدارات المديونية القائمة في برنامج ValuePro2002 . ولقد بلغ قيد الالتزامات قصيرة الأجل للشركة ٩٥٠,٨ مليار دولار ـ وهي عبارة عن إجمالي مبلغ الالتزامات والذى تضمن ١٠٩ مليار دولار من إصدارات المديونية طويلة الأجل كما هو موضح في قائمة مركزها المالي للربع الثالث .

سعر السهم : كان سعر إغلاق سهم سيتي جروب في ١٧ ديسمبر ٢٠٠٢ هو ٣٧,١٣ دولار .

الأسهم المتداولة : تسجل ميزانية الربع الثالث ٥,٠٦٢ مليار سهم متداول في ٣٠ سبتمبر ٢٠٠٢ ، وهناك متوسط مرجح معدل للأسهم العادية المتداولة قدره ٥,١٦٨ مليار في ٣٠ سبتمبر ٢٠٠٢ . لقد تحدثنا عن مخاوفنا المتعلقة بالتخفيف في الفصل السادس ، ولهذا استخدمنا

أعلى رقم للأسهم المتداولة عند تقييم أحد الأسهم . في هذه الحالة كانت المدخلات هي ٥,١٦٨ مليار سهم .

إصدارات المديونية القائمة : كما سبق أن تحدثنا ، بالنسبة لقيد الالتزامات قصيرة الأجل نقوم بتضمين إصدارات المديونية القائمة بالنسبة للشركات المالية . ولقد بلغ مقدار القيد لإصدارات المديونية صفرًا .

الأسهم المميزة المتداولة : وفقًا لميزانية الربع الثالث لعام ٢٠٠٢ لشركة سيتى جروب ، كان لديها ١,٤ مليار دولار من السهم المميزة المتداولة .

العائد على الأسهم المميزة : استخدمنا معدل ٦,٥ ٪ في هذا المثال ، وهو معدل بين تكلفة إصدارات مديونية سيتى جروب وتكلفة حقوق ملكية الأسهم العادية .

المعدل الخالى من المخاطر : استخدمنا العائد على أوراق الخزانة الأمريكية استحقاق ١٠ سنوات في ١٧ ديسمبر ٢٠٠٢ وقدره ٤,١١ ٪ .

الهامش بين السندات وأوراق الخزانة : حيث إن القيد بالنسبة للسندات يساوى صفرًا فإن القيد في هذه الحالة يساوى صفرًا .

معامل بيتا : وفقًا لموقع Yahoo Finance ، كان معامل بيتا لشركة سيتى جروب ١,٤٨ وهو الرقم الذى استخدمناه في برنامج ValuePro2002 .

علاوة مخاطر الأسهم : استخدمنا ٣٪ لهذا المدخل في أمثلة التقييم .

تقييم سيتى جروب ـ سيناريو أساسى : معدل نمو قدره ١٤,٥ ٪، وقيمة ـ ٨٨,٠٢ دولار

وبالفعل وضعنا جميع هذه الأرقام ضمن شاشة مدخلات برنامج ValuePro2002 والموضحة في الرسم (٨ ـ ٥) . وقد أظهرت تكلفة رأس المال الناتجة أن سيتى جروب لديها تكلفة حقوق ملكية قدرها ٨,٥٤ ٪ وأن القيمة الحقيقية لسهم سيتى جروب يبلغ ٨٨,٠٣ دولار ـ أى أكثر من ضعف سعر الإغلاق وقدره ٣٧,١٣ دولار في ١٧ ديسمبر . لماذا كان الفارق بين سعر السوق وحسابنا للقيمة كبيرًا للغاية ؟

برنامج ValuePro 2002
شاشة الإدخال العامة
القيمة الحقيقية للسهم ٨٨,٠٢ دولارًا
مدخلات عامة

رمز الشركة ...	Citigroup		
فترة العائد الإضافي (بالسنوات)	١٠	معدل الإهلاك (٪ من الإيرادات)	٢,٢٦
إيرادات (بالمليون دولار)	١١٢٠٢٢	معدل الاستثمار (٪ من الإيرادات)	٦,٧٦
معدل النمو (٪)	١٤,٥٠	رأس المال العامل (٪ من الإيرادات)	٠,٠٠
صافي هامش ربح التشغيل (٪)	١٩,٢٣	الأصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	١٠٠٠٦٠٠
معدل الضريبة (٪)	٣٤,٣٤	الالتزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٩٥٠٨٠٠
سعر السهم (بالدولار)	٣٧,١٣	علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣,٠٠
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	٥١٦٨,٧	معامل بيتا للشركة	١,٤٨
عائد أذون الخزانة لعشر سنوات (٪)	٤.١١	قيمة السندات القائمة (بالمليون دولار)	٠
الهامش بين السندات والأذون (٪)	٠,٠٠	قيمة الأسهم الميزة القائمة (بالمليون دولار)	١٤٠٠
عائد الأسهم الميزة (٪)	٦,٥٠	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (٪)	٨,٥٤

الرسم ٨ ـ ٥ شاشة إدخال رئيسية لشركة سيتى جروب ـ سيناريو أساسى

تقييم سيتى جروب ـ سيناريو نمو متعدد المراحل : معدل نمو منخفض من ١٤,٥ ٪ إلى ٥٪ ، القيمة ـ ٦٦,١٣ دولار

نحن نعتقد أن توقعات المحللين لنمو الأرباح والبالغة ١٤.٥ بالنسبة لشركة سيتى جروب هى نسبة مرتفعة للغاية . من غير المعقول أن تتوقع من إحدى الشركات ذات إيرادات تزيد عن ١٠٠ مليار دولار أن تستمر فى النمو باستمرار بمعدل يتجاوز ١٠٪ . دعنا نلق نظرة على ما حدث للقيمة الحقيقية للشركة عندما ينخفض معدل نموها . سوف نفترض أن معدل نمو سيتى جروب يبدأ بتوقعات نمو قدرها ١٤,٥ ٪ ثم يهبط بنسبة ١٪ سنويًا على مدار فترة العائد الإضافى .

كيف نتعامل مع هذا النوع من معدل النمو متعدد المراحل ؟ تسمح شاشة تعديل التقييم لبرنامج ValuePro2002 (الرسم ٨ ـ ٦) للمستثمر بتغيير الافتراضات على أساس سنوى بالنسبة لمعدلات النمو وصافى هوامش ربح التشغيل ومعدلات الاستثمار الجديد والإهلاك ومعدل المتوسط

المرجح لتكلفة رأس المال . عندما قمنا بتخفيض افتراض معدل النمو البالغ ١٤,٥ ٪ بنسبة ١٪ سنويًا فى عمود معدل النمو للسنوات من (٢ ـ ٩) وإلى ٥٪ بالنسبة لمعدل النمو فى السنة العاشرة ، هبطت القيمة الحقيقية بنسبة ٢٥٪ ـ من ٨٨,٠٣ دولار إلى ٦٦,١٣ دولار . وتظهر التدفقات النقدية المرتبطة بهذا السيناريو لمعدل النمو المنخفض فى شاشة Pro Forma (الرسم ٨ ـ ٧) .

برنامج ValuePro 2002
شاشة إدخال بيانات معدلة
سيتى جروب
القيمة الحقيقية للسهم ٦٦,١٣ دولارًا

الفترة	١٢ شهراً تنتهى فى	معدل النمو	صافى ربح التشغيل	معدل الضريبة	معدل الاستثمار	معدل الإهلاك	رأس المال العامل	تكلفة رأس المال المرجح
٠	١ / ١٢ / ٢٠٠٣							
١	١ / ١٢ / ٢٠٠٤	١٤,٥٠	١٩,٢٣	٣٤,٣٤	٦,٧٦	٢,٢٦	٠,٠٠	٨,٥٤
٢	١ / ١٢ / ٢٠٠٥	١٣,٥٠	١٩,٢٣	٣٤,٣٤	٦,٧٦	٢,٢٦	٠,٠٠	٨,٥٤
٣	١ / ١٢ / ٢٠٠٦	١٢,٥٠	١٩,٢٣	٣٤,٣٤	٦,٧٦	٢,٢٦	٠,٠٠	٨,٥٤
٤	١ / ١٢ / ٢٠٠٧	١١,٥٠	١٩,٢٣	٣٤,٣٤	٦,٧٦	٢,٢٦	٠,٠٠	٨,٥٤
٥	١ / ١٢ / ٢٠٠٨	١٠,٥٠	١٩,٢٣	٣٤,٣٤	٦,٧٦	٢,٢٦	٠,٠٠	٨,٥٤
٦	١ / ١٢ / ٢٠٠٩	٩,٥٠	١٩,٢٣	٣٤,٣٤	٦,٧٦	٢,٢٦	٠,٠٠	٨,٥٤
٧	١ / ١٢ / ٢٠١٠	٨,٥٠	١٩,٢٣	٣٤,٣٤	٦,٧٦	٢,٢٦	٠,٠٠	٨,٥٤
٨	١ / ١٢ / ٢٠١١	٧,٥٠	١٩,٢٣	٣٤,٣٤	٦,٧٦	٢,٢٦	٠,٠٠	٨,٥٤
٩	١ / ١٢ / ٢٠١٢	٦,٥٠	١٩,٢٣	٣٤,٣٤	٦,٧٦	٢,٢٦	٠,٠٠	٨,٥٤
١٠	١ / ١٢ / ٢٠١٣	٥,٠٠	١٩,٢٣	٣٤,٣٤	٦,٧٦	٢,٢٦	٠,٠٠	٨,٥٤
فرق النتائج								٨,٥٤

الرسم ٨ ـ ٦ شاشة مدخلات معدلة لسيتى جروب ـ سيناريو نمو متعدد المراحل

تقييم سيتى جروب ـ سيناريو نمو منخفض : معدل نمو قدره ٥٪ ،
القيمة ٤٧,١٣ دولار

ماذا يحدث لو أن النمو فى الأرباح لشركة سيتى جروب كان يتماشى فقط مع أعلى معدل نمو فى الاقتصاد ، أى ٥ ٪ ؟ إذا عملنا على أن تظل المدخلات الأخرى ثابتة ، ووضعنا ٥٪ فى خانة معدل النمو من شاشة المدخلات الرئيسية (الرسم ٨ ـ ٨) ، سوف نرى أن القيمة الحقيقية لسهم سيتى جروب هى ٤٧,١٣ دولار .

سهم سيتى جروب ـ شراء ؟ أم بيع ؟ أم احتفاظ ؟

عندما ترى أنه حتى باستخدام افتراضات متحفظة فى التقييم لا تزال القيمة الحقيقية للسهم تتجاوز سعره ، من الجدير بالاهتمام أن تضيفه إلى محفظتك . على أساس معدل سعره الحالى وقدره ٣٧,١٣ دولار ومعدل نمو معقول قدره ٥٪ ، فإن نسبة تقييم سهم سيتى جروب هى (٤٧,١٣ دولار ÷ ٣٧,١٣ دولار) = ١,٢٧ .

يعد سعر سهم سيتى جروب منخفضًا بدرجة كافية تبرر عملية شرائه . وسعر السهم منخفض بسبب مخاوف المستثمرين الخاصة بمدى تأثير حالات الإخفاق والإفلاس فى شركات مثل إنرون وورلدكوم ويونايتد إيرلاينز على أرباح سيتى جروب . كما أن السوق قلق من الدعاوى القضائية الخاصة بحملة الأسهم والغرامات التى قد تفرضها الولاية والحكومة المركزية والإجراءات القانونية المتعلقة بأنشطة الاستثمار المصرفى لشركة سيتى جروب بالنسبة لصناعة الاتصالات . ونحن نعتقد أن هذه الإجراءات والمخاوف سوف تكون بمثابة عبء أو معوق للأرباح لكن لن تؤثر العقوبات المالية التى سوف تدفعها سيتى جروب فى النهاية فى الشركة بضرر كبير عند هذا المستوى من الأسعار . اعتمادًا على افتراضات التقييم فى الوقت الذى وضعنا فيه التقييم ، يبدو أن التوصية تكون قوية بشراء السهم .

برنامج ValuePro 2002

شاشة Pro Forma معدلة

فترة العائد الإضافي ١٠ سنوات

سيتي جروب

فترة فائض العوائد	$ ١٠٠٥٤٧٨	إجمالي قيمة الشركة	$ ١٢٩٤٠٣١
القيمة التبقية	$ ١٨٧٩٥٣	ديون أقل	$ ٠
أصول قصيرة الأجل	$ ١٠٠٠٦٠٠	أسهم عادية	($ ١٤٠٠)
إجمالي قيمة الشركة	$ ١٢٩٤٠٣١	خصوم قصيرة الأجل	($ ٩٥٠٨٠٠)
		إجمالي القيمة إلى حقوق الملكية بالشركة	$ ٣٤١,٨٣١
		القيمة الحقيقية للأسهم	$ ٦٦,١٣

(١) الفترة	(٢) نهاية السنة	(٣) الإيرادات	(٤) صافي ربح التشغيل	(٥) الضرائب	(٦) صافي الربح بعد دفع الضرائب	(٧) الاستثمارات	(٨) الهالك	(٩) التغير في الاستثمارات	(١٠) التغير في رأس المال العامل	(١١) التدفقات النقدية الحرة	(١٢) عامل الخصم	(١٣) التدفقات النقدية الحرة المخصومة
	٢٠٠٣ / ١٣ / ١	١١٢٠٢٢										
١	٢٠٠٤ / ١٣ / ١	١٢٨٢٦٥	٢٤٦٦٥	٨٤٧٠	١٦١٩٥	٨٩٧١	٢٨٩٩	٥٧٧٢	٠	١٠٤٢٣	٠,٩٢١٤	٩٦٠٤
٢	٢٠٠٥ / ١٣ / ١	١٤٥٥٨١	٢٧٩٩٥	٩٩١٤	١٨٣٨٢	٩٨٤١	٣٢٩٠	٦٥٥١	٠	١١٨٣١	٠,٨٤٨٩	١٠٠٤٣
٣	٢٠٠٦ / ١٣ / ١	١٦٣٧٧٩	٣١٤٩٥	١٠٨١٥	٢٠٦٧٩	١١٠٧١	٣٧٠١	٧٣٧٠	٠	١٣٣٠٩	٠,٧٨٢١	١٠٤١٠
٤	٢٠٠٧ / ١٣ / ١	١٨٢٩١٣	٣٥١١٧	١٢٠٥٩	٢٣٠٥٨	١٢٣٤٥	٤١٢٧	٨٢١٨	٠	١٤٨٤٠	٠,٧٢٠٩	١٠٦٩٤
٥	٢٠٠٨ / ١٣ / ١	٢٠١٧٨٨	٣٨٨٠٤	١٣٣٢٥	٢٥٤٧٩	١٣٦٤١	٤٥٦٠	٩٠٨٠	٠	١٦٣٩٨	٠,٦٦٤٠	١٠٨٨٨
٦	٢٠٠٩ / ١٣ / ١	٢٢٠٩٥٧	٤٢٤٩٠	١٤٥٩١	٢٧٨٩٩	١٤٩٣٧	٤٩٩٤	٩٩٤٣	٠	١٧٩٥٦	٠,٦١١٨	١٠٩٨٥
٧	٢٠١٠ / ١٣ / ١	٢٣٩٧٣٩	٤٦١٠٢	١٥٨٣١	٣٠٢٧٠	١٦٢٠٦	٥٤١٨	١٠٧٨٨	٠	١٩٤٨٢	٠,٥٦٣٦	١٠٩٨١
٨	٢٠١١ / ١٣ / ١	٢٥٧٧١٩	٤٩٥٥٩	١٧٠١٩	٣٢٥٤١	١٧٤٢٢	٥٨٢٤	١١٥٩٧	٠	٢٠٩٤٣	٠,٥١٩٣	١٠٨٧٦
٩	٢٠١٢ / ١٣ / ١	٢٧٤٤٧١	٥٢٧٨١	١٨١٢٥	٣٤٦٥٦	١٨٥٥٤	٦٢٠٣	١٢٣٥١	٠	٢٢٣٠٥	٠,٤٧٨٥	١٠٦٧٢
١٠	٢٠١٣ / ١٣ / ١	٢٨٨١٩٤	٥٥٤٢٠	١٩٠٣١	٣٦٣٨٩	١٩٤٨٢	٦٥١٣	١٢٩٦٩	٠	٢٣٤٢٠	٠,٤٤٠٩	١٠٣٢٥
فرق النتائج		٢٨٨١٩٤	٥٥٤٢٠	١٩٠٣١	٣٦٣٨٩	٦٥١٣	٦٥١٣	٠	٠	٤٢٦٣٣٨	٠,٤٤٠٩	١٨٧٩٥٣

الرسم ٧.٨ شاشة Pro Forma معدلة لشركة سيتي جروب ـ سيناريو نمو متعدد المراحل

برنامج ValuePro2002
شاشة الإدخال العامة
القيمة الحقيقية للسهم ٤٧,١٢ دولارًا
مدخلات عامة

رمز الشركة ...	Citigroup		
فترة العائد الإضافى (بالسنوات)	١٠	معدل الإهلاك (٪ من الإيرادات)	٢,٢٦
إيرادات (بالمليون دولار)	١١٢٠٢٢	معدل الاستثمار (٪ من الإيرادات)	٦,٧٦
معدل النمو (٪)	٥,٠٠	رأس المال العامل (٪ من الإيرادات)	٠,٠٠
صافى هامش ربح التشغيل (٪)	١٩,٢٣	الأصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	١٠٠٠٦٠٠
معدل الضريبة (٪)	٣٤,٣٤	الالتزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٩٥٠٨٠٠
سعر السهم (بالدولار)	٣٧,١٣	علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣,٠٠
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	٥١٦٨٧	معامل بيتا للشركة	١,٤٨
عائد أذون الخزانة لمدة ١٠ سنوات (٪)	٤,١١	قيمة السندات القائمة (بالمليون دولار)	٠
الهامش بين السندات والأذون (٪)	٠,٠٠	قيمة الأسهم المميزة القائمة (بالمليون دولار)	١٤٠٠
عائد الأسهم المميزة (٪)	٦,٥٠	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (٪)	٨,٥٤

الرسم ٨ ـ ٨ شاشة إدخال رئيسية لشركة سيتى جروب ـ سيناريو نمو منخفض

تقييم مؤسسة ميريل لينش ـ ١٨ ديسمبر ٢٠٠٢

السعر ـ ٤٠,١٣ دولار ، القيمة ـ ٤٢,٨٣ دولار إلى ٧٢,٥٠ دولار ، توصية بالشراء

وصف عام لشركة " ميريل لينش " : إحدى شركات الأوراق المالية الرائعة

شركة ميريل لينش (MER: www.ml.com/) هى شركة قابضة تعمل فى مجال السمسرة فى الأوراق المالية والتمويل والاستثمار والتأمين والبنوك والخدمات الاستشارية والمنتجات المتعلقة بهذه المجالات فى ٣٧ دولة من دول العالم . لديها ٥٣٤٠٠ موظفًا ، ١٤٦٠٠ مستشارًا ماليًا يخدمون عملاء تزيد أصولهم عن ١,٣ تريليون دولار . تتكون ميريل لينش من ثلاثة أقسام تجارية : جلوبال ماركت ، وبرايفت بانكينج . وميريل لينش إنفستمنت مانجرز .

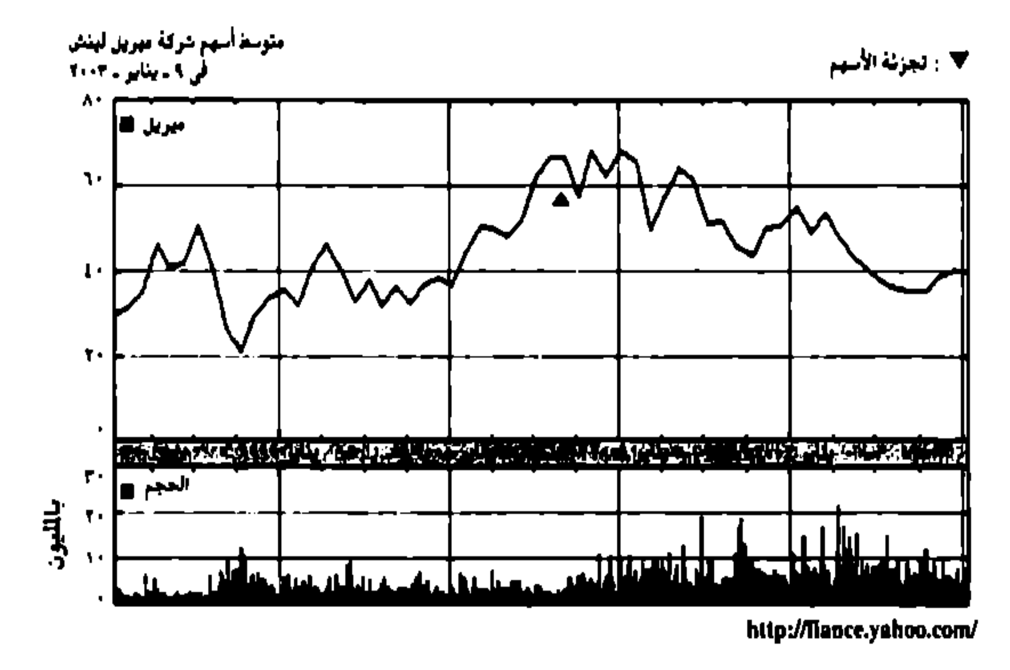
تقدم جلوبال ماركت خدمات الاستثمار المصرفى والتمويل للعملاء من الشركات والمؤسسات الكبرى فى الولايات المتحدة ، وفى جميع أنحاء العالم . تشمل أنشطة هذا القسم : الاكتتاب فى السندات والخدمات الاستشارية والاستثمار المصرفى والتجارة وخدمات إقراض الشركات .

تقدم مجموعة برايفت كلينت الخدمات والمنتجات المرتبطة بإدارة الثروة بما فيها : أنشطة السمسرة ، والتعامل ، والخدمات المصرفية ، وبرامج التقاعد ، والتأمين ، وخدمات الصناديق ، والإقراض العقارى . وتقوم اثنتان من الشركات التابعة بتقديم أنشطة السمسرة هما : ميريل لينش برايس فينر ، وسميث وميريل لينش إنترناشيونال . تشمل أنشطة التأمين القيام بإصدار وتسويق وثائق التأمين على الحياة ، والمنتجات التى تدر دخلا سنويًا التى تسجلها شركة التأمين على الحياة التابعة للمؤسسة بولاية نيويورك .

لدى قسم ميريل إنفستمنت مانجرز ٥٢٩ مليار دولار تقريبًا فى أصول مدارة . وتقوم بوضع وتقديم الصناديق المشتركة المعفاة من الضرائب والصناديق المشتركة ذات الدخل الثابت والخاضعة للضرائب ، وصناديق الأسهم والصناديق المتوازنة .

تبلغ القيمة السوقية لحقوق الملكية لشركة ميريل لينش ٣٥,٤ مليار دولار . وهذه القيمة السوقية تعادل ٧٣ مرة مقدار الأرباح المنخفضة لعام ٢٠٠١ وقدرها ٠,٥٦ دولار للسهم ، ولكنها تعادل ١,١٦ مرة لقيمة الدفترية وقدرها ٢٥,٣٧ دولار لكل سهم . تقدم ميريل لينش توزيعات أرباح سنوية قدرها ٠,٦٤ دولار لكل سهم . يتضمن الرسم (٨ ـ ٩) السعر التاريخى خلال فترة خمس سنوات .

وقد أثر الانهيار فى سوق أسهم شركات التكنولوجيا وأحداث ١١ سبتمبر سلبًا وبدرجة كبيرة على إيرادات وعوائد وسعر سهم ميريل لينش خلال الربع الثالث من عام ٢٠٠٢ ، وهبطت الإيرادات بحوالى ٣٠ ٪ عند مقارنتها بالربع الثالث من عام ٢٠٠١ . أضف إلى ذلك أن ميريل لينش عانت من بعض المشكلات فى سوق الأسهم وسددت مؤخرًا عقوبة تنظيمية قدرها ١٠٠ مليون دولار .



تجزئة الأسهم : ٢٨ يناير ٨٣ [٢ : ١] ، ٢٩ نوفمبر ٩٣ [٢ : ١] ، ٢ يناير ٩٧ [٢ : ١] ،
١ سبتمبر ٢٠٠٠ [٢ : ١]

الرسم ٨ـ٩ رسم بياني لسعر سهم شركة ميريل لينش خلال خمس سنوات

وضع مدخلات التقييم لشركة ميريل لينش

ينتهي العام المالي لشركة ميريل لينش في آخر يوم جمعة من شهر ديسمبر . في ١٦ أكتوبر ٢٠٠٢ ، قامت ميريل لينش بنشر أرباح الربع الثالث على موقعها بالنسبة للربع المنتهي في ٢٧ سبتمبر ٢٠٠٢ . لقد عملنا على تضمين قائمة الدخل المراجعة لعام ٢٠٠١ والميزانية وقائمة التدفقات النقدية لشركة ميريل لينش في الأشكال (٨ ـ ١٠) ، (٨ ـ ١١) ، (٨ ـ ١٢) على التوالي .

كما استخدمنا معلومات متوفرة في نشرة أرباح الربع الثالث ، وكذلك في التقرير السنوي لعام ٢٠٠١ ، ومن المواقع المالية على الانترنت ، لوضع مدخلات التقييم لدينا .

الإيرادات : حسب ترتيب الأهمية ، تتمثل مصادر الإيرادات لشركة ميريل لينش في الفائدة ، والدخل من التوزيعات ، والعمولات ، وأتعاب إدارة الأصول ، وأتعاب خدمات المحافظ الاستثمارية ، والعمليات الرئيسية ، وأتعاب الاستثمار المصرفي . ووفقاً لقائمة دخل عام ٢٠٠١ ، فإن آخر إيرادات لشركة ميريل بلغت ٣٨,٧٥٧ مليون دولار .

معدل نمو الإيـرادات : كان نمو الإيرادات التاريخي لشركة ميريل غريبًا حيث نمت بنسبة ٢٧٪ من ٣٥,٣ مليار دولار في ١٩٩٩ إلى ٤٤,٨ مليار دولار في ٢٠٠٠ ، ثم هبطت بنسبة ١٣,٦ ٪ في ٢٠٠١ . وكان إجمالي الإيرادات منخفضًا بنسبة ٣٠ ٪ في الربع الثالث من عام ٢٠٠٢ عند مقارنته بالربع الثالث من عام ٢٠٠١ . وهناك سببان رئيسيان لهذا الانخفاض في الإيرادات ، وهما الهبوط العام في أسعار الفائدة ، وهجمات ١١ سبتمبر ، والتي عطلت عملية الشركة حيث يقع المركز الرئيسي لشركة ميريل لينش في أحد المباني التي تقع على بعد ٢٠٠ متر من برجي مركز التجارة العالمي . ولقد نمت عوائد ميريل لينش قبل ضرائب الدخل بنسبة ٣٦٪ من ١٩٩٩ إلى ٢٠٠٠ ، ثم هبطت ٧٥٪ فيما بين ٢٠٠٠ ، ٢٠٠١ ـ فقد عامًا صعبًا للغاية . خلال الربع الثالث من عام ٢٠٠٢، كانت العوائد قبل ضرائب الدخل في نفس المستوى تقريبًا لها في الربع الثالث من عام ٢٠٠١ .

[illegible]

[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]			
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]			
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]		
[illegible]	[illegible]		
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]

الرسم ٨ـ١٠ قائمة دخل شركة ميريل لينش لعام ٢٠٠١

[illegible]

الرسم ٨-١١ قائمة المركز المالى لشركة ميريل لينش لعام ٢٠٠١

[illegible]

الرسم ٨-١٢ قائمة التدفقات النقدية لشركة ميريل لينش لعام ٢٠٠١

دعنا نلق نظرة على توقعات النمو لشركة ميريل لينش . من بين الـ ١٩ محلل الذين أخذت زاكس أصواتهم والذين قاموا بتغطية ميريل لينش ، قام ثلاثة منهم بتصنيف ميريل ، وأوصوا بشدة بالشراء ، في حين أن ٨ منهم أوصوا بالشراء فقط وقام ثمانية منهم بالتوصية بالاحتفاظ . وقد كانت توقعات المحللين لنمو الأرباح لكل سهم خلال فترة السنوات الخمس لشركة ميريل لينش ١٣٪ .

في تقييمنا الأساسي لشركة ميريل لينش ، استخدمنا معدل نمو قدره ١٣٪ . يعتبر معدل النمو هو الافتراض الذى نقوم بتنويعه لنرى تأثيره على القيمة الحقيقية . بالنسبة لسيناريو النمو المنخفض ، استخدمنا معدل نمو قدره ٥٪ والذى حقق تقييمًا متحفظًا للشركة .

فترة العائد الإضافي : نحن نعتبر شركة ميريل لينش شركة تدار جيدًا وإحدى شركات الأوراق المالية الرائعة لذا استخدمنا فترة العائد الإضافي تبلغ ١٠ سنوات في تقييمنا .

تقديرات صافي هامش ربح التشغيل : حسب الأهمية ، تتكون مصروفات الشركة من : مصروفات الفائدة ، والمكافآت ، والمزايا المالية ، والاتصالات ، والتكنولوجيا ، والممتلكات التي تضع يدها عليها والإهلاك المرتبط به ، وتطوير الإعلان ، والتسويق ، والسمسرة ، وأتعاب التسوية ، والصرف . ولكي نحسب دخل التشغيل بالنسبة للشركة ، قمنا بطرح إجمالي المصروفات من إجمالي الإيرادات ، ولكي نصل إلى صافي هامش ربح التشغيل ، قسمنا دخل التشغيل على الإيرادات . وقد بلغت هوامش صافي أرباح التشغيل نسبة ٣,٥٥ ٪ ، ١٢,٧٥ ، ١١,٩ ٪ بمتوسط قدره ٩,٤ ٪ ، وذلك خلال السنوات المالية الثلاثة الماضية . ولقد قفز صافي هامش ربح التشغيل في التسعة أشهر المنتهية في ٢٧ سبتمبر إلى ١٢,٩٦٪ . ولقد استخدمنا متوسط الثلاث سنوات وقدره ٩,٤ ٪ عند حساب صافي هامش ربح التشغيل في تقييمنا الأساسي ، على أمل أن ميريل سوف تستمر في تحسين عملياتها كما حدث في عام ٢٠٠٢ .

معدلات ضريبة الدخل : كان متوسط مصروفات ضريبة الدخل للشركة هو ٣٥,٣٣ ٪ على مدى فترة الثلاث سنوات من ١٩٩٩ إلى ٢٠٠١ . ولقد استخدمنا هذه النسبة في عملية التقييم .

الاستثمار الجديد والإهلاك : لكى تعمل على نمو أنشطتها ، تقوم الشركات المالية بعمل استثمارات فى المعدات والتسهيلات ، وكثيراً ما تستحوذ على الأنشطة أو الاستثمارات الأخرى . على مدار السنوات الثلاث الماضية استثمرت ميريل لينش بمتوسط ٤,٤ ٪ من الإيرادات . ولقد استخدمناه فى مدخلات معدل الاستثمار . كان لدى ميريل نفقات إهلاك بمتوسط ٢,٠٨ ٪ من الايرادات السنوية على مدى السنوات الثلاث الماضية ، وهو ما استخدمناه كمدخلات لمعدل الإهلاك .

رأس المال العامل المتراكم . كان القيد لهذا البند صفراً .

الأصول قصيرة الأجل : يسجل التقرير السنوى لشركة ميريل لينش إجمالى أصول قدرها ٤١٩,٤ مليار دولار . والأصول الرئيسية هى : عمليات تمويل أوراق مالية ، وأوراق قبض وأصول متداولة ، وأوراق استثمار سوقية ونقدية وأشباه النقدية . من هذا الإجمالى حذفنا الأصول طويلة الأجل مثل : المعدات والتسهيلات ـ ٢,٨ مليار دولار والأصول المشكوك فى قيمتها مثل الشهرة ٤,٠٠ مليار دولار والأصول الأخرى – ٢,٥ مليار دولار والذى أعطى لنا قيداً للأصول قصيرة الأجل بمقدار ٤٠٩,٩٩٧ مليار دولار .

التزامات قصيرة الأجل : تتمثل الالتزامات الرئيسية لشركة ميريل فى : عمليات تمويل أوراق مالية وودائع والتزامات متداولة ومدفوعات أخرى وأوراق تجارية والتزامات شركات التأمين التابعة وقد عملنا على تضمين إصدارات المديونية طويلة الأجل للشركة وقدرها ٧٦,٥٧٥ مليار دولار ضمن مجموعة التزامات الأصول قصيرة الأجل . عند تقييم الشركات المالية ، نستخدم قيداً مقداره صفر بالنسبة للمدخلات الخاصة بإصدارات المديونية المتداولة فى برنامج ValuePro2002 . ولقد قُدِّر قيد الالتزامات قصيرة الأجل لميريل بمقدار ٣٩٦,٧ مليار دولار ـ وهو يمثل إجمالى مبلغ الالتزامات .

سعر السهم . بلغ سعر إغلاق سهم ميريل فى ١٨ ديسمبر ٢٠٠٢ ٤٠,١٣ دولار .

الأسهم المتداولة : تسجل ميزانية الربع الثالث أن متوسط عدد الأسهم المتداولة المخففة فى ٢٧ سبتمبر ٢٠٠٢ بلغ ٩٤٢ مليون سهم .

إصدارات المديونية المتداولة : كما سبق أن ناقشنا ، قمنا بتضمن قيد الالتزامات قصيرة الأجل داخل إصدارات مديونية الشركات المالية ؛ ولهذا يقدر هذا القيد بصفر .

الأسهم المميزة المتداولة : وفقاً لميزانية الربع الثالث لشركة ميريل عام ٢٠٠٢ ، كانت قيمة الأسهم ١,٤ مليار دولار .

عائد الأسهم المميزة : استخدمنا نسبة ٧,٦٪ فى هذا المثال .

المعدل الخالى من المخاطر : استخدمنا عائد أوراق الخزانة الأمريكية استحقاق ١٠ سنوات والبالغ ٤,٠٦ ٪ فى ١٨ ديسمبر ٢٠٠٢ .

هامش السندات إلى أوراق الخزانة : حيث إن قيد إصدارات المديونية كان صفراً ، فإن القيد فى هذه الحالة يساوى صفراً .

معامل بيتا وفقا لموقع Yahoo Finance : بلغ معامل بيتا لشركة ميريل لينش ١,٥٢ وكان هذا هو القيد الذى استخدمناه فى برنامج ValuePro2002 .

علاوة مخاطر الأسهم : استخدمنا ٣٪ فى هذا المدخل بالنسبة لأمثلة التقييم .

تقييم ميريل لينش - سيناريو أساسى : معدل نمو١٣٪ ، القيمة - ٧٢,٥٠ دولار

تظهر نتائج التقييم الأساسى فى شاشة المدخلات العامة فى برنامج ValuePro2002 (الرسم ٨ - ١٣) والذى يبين أن ميريل لديها ٨,٥٣ ٪ كتكلفة حقوق ملكية ، وأن التكلفة الحقيقية للسهم هى ٧٢,٥ دولاراً - أعلى بكثير من سعر الإغلاق فى ١٧ ديسمبر حيث كان ٤٠,١٣ دولار فقط .

تقييم ميريل لينش - سيناريو نمو منخفض : معدل نمو٥٪ ، القيمة - ٤٣,٨٣ دولار

نحن نعتقد أن توقعات المحللين بأن نسبة نمو الأرباح والبالغة ١٣٪ نسبة مرتفعة للغاية بالنسبة لشركة ميريل لينش . ماذا يحدث لو أن نمو الأرباح كان وفقاً لنسبة ٥٪ ؟ إذا ظلت باقى المدخلات كما هى ، ووضعنا ٥٪ فى خانة معدل النمو لشاشة الإدخال الرئيسية (الرسم ٨ - ١٤) سوف نرى أن القيمة الحقيقة لسهم ميريل لينش هى ٤٣,٨٣ ٪ .

برنامج ValuePro 2002
شاشة الإدخال العامة
القيمة الحقيقية للسهم ٧٢,٥٠ دولارًا
مدخلات عامة

رمز الشركة ... Merrill

فترة العائد الإضافي (بالسنوات)	١٠	معدل الإهلاك (٪ من الإيرادات)	٢,٠٨
إيرادات (بالمليون دولار)	٣٨٧٥٧	معدل الاستثمار (٪ من الإيرادات)	٤,٤٠
معدل النمو (٪)	١٣,٠٠	رأس المال العامل (٪ من الإيرادات)	٠,٠٠
صافي هامش ربح التشغيل (٪)	٩,٤٠	الأصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٤٠٩٩٩٧
معدل الضريبة (٪)	٣٥,٣٣	الالتزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٣٩٦٧١٦
سعر السهم (بالدولار)	٤٠,١٣	علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣,٠٠
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	٩٦٢,٥	معامل بيتا للشركة	١,٥٢
عائد أذون الخزانة لمدة ١٠ سنوات (٪)	٤,٠٥	قيمة السندات القائمة (بالمليون دولار)	٠
الهامش بين السندات والأذون (٪)	٠,٠٠	قيمة الأسهم المميزة القائمة (بالمليون دولار)	٣١٢٠
عائد الأسهم المميزة (٪)	٧,٦٠	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (٪)	٨,٥٣

الرسم ١٣.٨ شاشة إدخال رئيسية لشركة ميريل لينش ـ سيناريو أساسي

تقييم ميريل لينش ـ نمو منخفض، سيناريو صافي هامش ربح تشغيل متزايد :
معدل نمو ٥ ٪ ، صافي ربح تشغيل بنسبة ١٢٪ ، والقيمة ٥٥,١٩ دولاراً

دعنا نستخدم افتراض معدل النمو عند ٥٪ . كان عام ٢٠٠١ بمثابة كارثة مفاجئة لشركة ميريل بسبب أحداث ١١ سبتمبر بدرجة كبيرة . وكذلك لسوق الأسهم المنخفضة . في هذا المناخ ، انخفض صافي هامش ربح التشغيل للشركة إلى ٣,٥٥ ٪ بمتوسط ثلاث سنوات قدره ٩.٤ ٪ . كان متوسط صافي هامش ربح التشغيل ١٣,٢ ٪ خلال ١٩٩٩ ، ٢٠٠٠ وكان يسير بنسبة ١٢,٩٦ ٪ خلال الثلاث فترات ربع السنوية الأولى من عام ٢٠٠٢ . ماذا يحدث للقيمة الحقيقية إذا عاد صافي هامش ربح التشغيل في ميريل إلى متوسط ١٢٪ أو أعلى ؟ مع البقاء على باقي المدخلات كما هي ، ووضع ١٢٪ في خانة صافي هامش ربح التشغيل من

شاشة المدخلات الرئيسية (الشكل ٨-١٥) سوف نرى أن القيمة الحقيقية لسهم ميريل هى ٥٥,١٩ دولار .

سهم ميريل لينش، شراء ؟ أم بيع ؟ أم احتفاظ ؟

اعتماداً على معدل نمو يبلغ ٥٪ وقيمة صافى هامش ربح تشغيل منخفضة قدرها ٤٣,٨٣ دولاراً لشركة ميريل لينش فإن السهم جدير بنظرة ثانية . اعتماداً على مستوى سعره والبالغ ٤٠,١٣ دولاراً ، فإن نسبة تقييم ميريل هى (٤٣,٨٣ دولاراً ÷ ٤٠,١٣ دولاراً) تساوى ١,٠٩ . يحدث الارتفاع الحقيقى لهذا السهم إذا ازداد صافى هامش ربح التشغيل للشركة إلى مستويات ما قبل ٢٠٠١ والتى كانت أعلى من ١٢٪ . فإذا كان معدل النمو ٥٪ وصافى هامش ربح التشغيل ١٢٪، فإن القيمة الحقيقية لسهم ميريل لينش تكون ٥٥,١٩ دولاراً ونسبة التقييم (٥٥,١٩ دولاراً ÷ ٤٠,١٣ دولاراً) تساوى ١,٣٧٥ . أى أن السهم يكون جديراً بالشراء .

برنامج ValuePro 2002
شاشة الإدخال العامة
القيمة الحقيقية للسهم ٤٣,٨٢ دولاراً
مدخلات عامة

رمز الشركة ... Merrill

فترة العائد الإضافى (بالسنوات)	١٠	معدل الإهلاك (٪ من الإيرادات)	٢,٠٨
إيرادات (بالمليون دولار)	٣٨٧٥٧	معدل الاستثمار (٪ من الإيرادات)	٤,٤٠
معدل النمو (٪)	٥,٠٠	رأس المال العامل (٪ من الإيرادات)	٠,٠٠
صافى هامش ربح التشغيل (٪)	٩,٤٠	الأصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٤٠٩٩٩٧
معدل الضريبة (٪)	٣٥,٣٣	الالتزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٣٩٦٧١٦
سعر السهم (بالدولار)	٤٠,١٣	علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣,٠٠
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	٩٦٢,٥	معامل بيتا للشركة	١,٥٢
عائد أذون الخزانة لمدة ١٠ سنوات (٪)	٤,٠٥	قيمة السندات القائمة (بالمليون دولار)	٠
الهامش بين السندات والأذون (٪)	٠,٠٠	قيمة الأسهم المميزة القائمة (بالمليون دولار)	٣١٢٠
عائد الأسهم المميزة (٪)	٧,٦٠	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (٪)	٨,٥٣

الرسم ٨-١٤ شاشة إدخال رئيسية لشركة ميريل لينش - سيناريو نمو منخفض

إذا كنت تعتقد أن ميريل سوف تقوم بتحسين صافى هامش ربح التشغيل بعد عام ٢٠٠١ الصعب جدًا ؛ فإن سهم ميريل يستحق الشراء . وتعد هذه مراهنة منك على حدوث طفرة في التشغيل . لكن فى وقت هذا التقييم ، كنا نعتقد أن مستوى السعر ٤٠ دولار أو أقل ، لذا يوصى بشراء سهم ميريل لينش بناء على تقييمنا هذا .

برنامج ValuePro 2002
شاشة الإدخال العامة
القيمة الحقيقية للسهم ٥٥,١٩ دولارًا
مدخلات عامة

رمز الشركة	Merrill		
فترة العائد الإضافى (بالسنوات)	١٠	معدل الإهلاك (٪ من الإيرادات)	٢,٠٨
إيرادات (بالمليون دولار)	٣٨٧٥٧	معدل الاستثمار (٪ من الإيرادات)	٤,٤٠
معدل النمو (٪)	٥,٠٠	رأس المال العامل (٪ من الإيرادات)	٠,٠٠
صافي هامش ربح التشغيل (٪)	١٢,٠٠	الأصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٤٠٩٩٩٧
معدل الضريبة (٪)	٣٥,٣٣	الالتزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٣٩٩٧١٦
سعر السهم (بالدولار)	٤٠,١٣	علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣,٠٠
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	٩٦٢,٥	معامل بيتا للشركة	١.٥٢
عائد أذون الخزانة لمدة ١٠ سنوات (٪)	٤,٠٥	قيمة السندات القائمة (بالمليون دولار)	٠
الهامش بين السندات والأذون (٪)	٠,٠٠	قيمة الأسهم المميزة القائمة (بالمليون دولار)	٣١٢٠
عائد الأسهم المميزة (٪)	٧,٦٠	المتوسط المرجع لتكلفة رأس المال (٪)	٨,٥٣

الرسم ١٥.٨ شاشة إدخال رئيسية لشركة ميريل لينش ـ سيناريو صافى ربح تشغيل متزايد

تقييم شركة بيركشاير هاثواى ـ ديسمبر ٢٠٠٢

سعر السهم ٧٢٠٠ دولار ، القيمة ٦٢٠٢٨ دولار إلى ٨٠٦٢٧ دولار ـ احتفاظ بالسهم

الوصف العام للشركة ـ شركة وارين بافيت الرئيسية

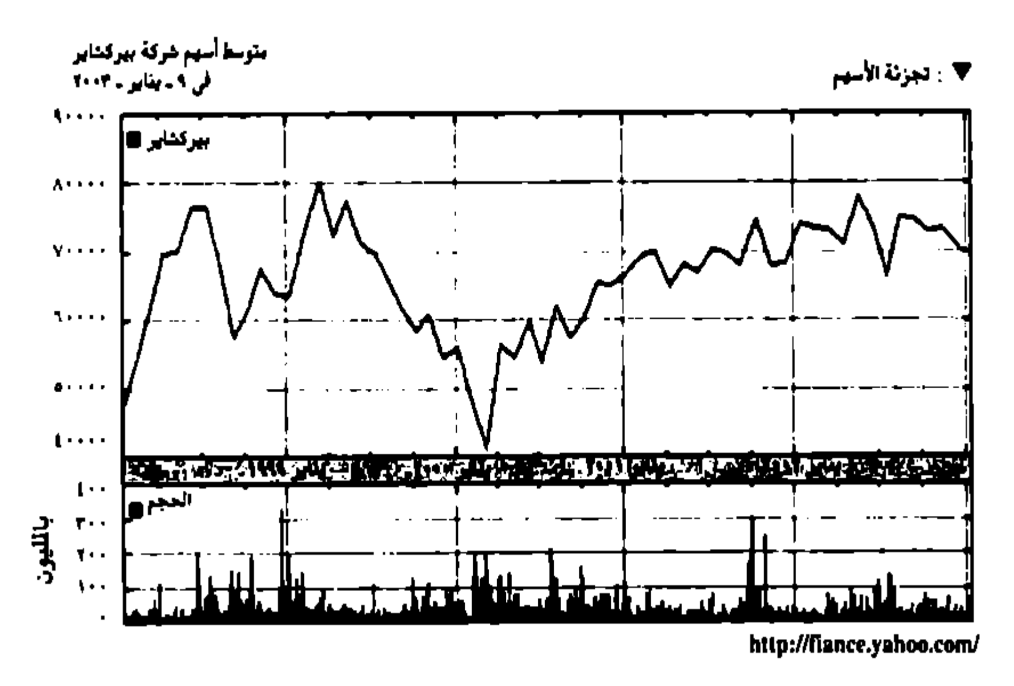
إن شركة بيركشاير هاثواى (BRKA: www.berkshirehathaway.com/) تعد شركة قابضة تملك عدة شركات تابعة تعمل فى مجال التأمين على الممتلكات ضد الحوادث ونشاط إعادة التأمين والتمويل والمنتجات المالية ومنتجات البناء وخدمات الطيران وأنشطة التجزئة وشركات التصنيع . كما يمكن اعتبارها إلى حد ما شركة محافظ استثمارية ، حيث تملك أسهمًا في شركات أخرى تشبه صندوق الاستثمار . يرأس هذه الشركة المستثمر الأسطورة " وارين بافيت " ، والذى يعمل فى مجال أسهم القيمة . بدلاً من أن تدفع توزيعات أو تعيد شراء أسهم فى السوق المفتوح ، تستثمر الشركة جزءًا كبيرًا من تدفقاتها النقدية الحرة فى أسهم شركات أخرى يعتقد السيد " بافيت " أنها ذات قيمة منخفضة . تضم الشركة والشركات التابعة لها عدد ١١٠٠٠٠ موظف وتملك أصولاً تزيد قيمتها على ١٦٧ مليار دولار .

تساهم مجموعة التأمين فى حوالى نصف إيرادات أنشطة التشغيل لشركة بيركشاير . وتتكون مجموعة التأمين من شركة جيكو GEICO والتى تقدم تأمينًا منخفض التكاليف على السيارات فى الولايات المتحدة كلها وشركة جنرال آر . إى والتى تقوم بنشاط إعادة التأمين على الممتلكات وحالات التأمين ضد الحوادث ، وكذلك بيركشاير إنشورانس جروب ورى إنشوارنس جروب .

وفقًا لترتيب الأهمية بعد مجموعة التأمين ، تتمثل الأنشطة التى تحقق إيرادات لشركة بيركشاير فى : شركة شو إندسترى (صناعة السجاد) ومنتجات البناء وخدمات الطيران والمنتجات المالية وشركات التجزئة . فى ٣٠ سبتمبر ٢٠٠٢ ، كانت شركة بيركشاير تمتلك حصصاً تقدر بمليارات متعددة من الأسهم فى أربع شركات هى : شركة كوكاكولا ٩,٦ مليار دولار . وشركة أمريكان أكسبريس ٤,٧ مليار دولار ، وشركة جيليت ٢,٨ مليار دولار ، وشركة ويلز فارجو ٢,٥ مليار دولار . وكانت تحتفظ

باستثمارات فى الأسهم تزيد عن ٨,١ مليار دولار فى شركات أخرى . تنعكس قيمة هذه الاستثمارات فى ميزانية شركة بيركشاير ، والتى تعد مهمة فى تحديد قيمتها كإحدى شركات المحافظ .

تبلغ حصة أسهم الشركة فى السوق ١٠٨,٧ مليار دولار . وتمثل هذه القيمة ٣٤ ضعفًا لأرباح كل سهم والبالغة ٢,٨٥ دولار لكنها تساوى ١,٧٤ مرة القيمة الدفترية والبالغة ٤٠,٩٢٦ دولار للسهم . لا تقدم شركة بيركشاير أية توزيعات أرباح سنوية . وقد أثرت أحداث ١١ سبتمبر بدرجة كبيرة فى المصروفات والأرباح لمجموعة التأمين كما أثرت سلبًا على سعر سهم شركة بيركشاير . وفقًا للعام المالى ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠١ ، هبطت الأرباح بما يزيد عن ٧٥٪ . بيد أن الأرباح استعادت نموها فى العام المالى ٢٠٠٢ . يوضح الرسم (٨ ـ ١٦) السعر التاريخى لسهم الشركة .



الرسم ٨ـ١٦ رسم بيانى لسعر سهم شركة بيركشاير هاثواى .

مدخلات التقييم الخاصة بشركة بيركشاير هاثواى

ينتهى العام المالى للشركة فى ٣١ ديسمبر . فى ٨ نوفمبر ٢٠٠٢ أصدرت الشركة التقرير ربع السنوى الثالث لحملة الأسهم لربع السنة المنتهى فى ٣٠ سبتمبر ٢٠٠٢ ، وقامت بنشره على موقع الشركة

الإلكترونى . يمثل الرسم (٨ ـ ١٧) و (٨ ـ ١٨) و (٨ ـ ١٩) قائمة الدخل التى تمت مراجعتها لعام ٢٠٠١ والميزانية وقائمة التدفقات النقدية على التوالى .

ولقد استخدمنا المعلومات المقدمة فى نشرة أرباح الربع الثالث ، وكذلك المعلومات الواردة فى التقرير السنوى لعام ٢٠٠١، وكذلك المعلومات المتاحة على المواقع المالية فى تطوير مدخلات التقييم .

الإيرادات : حسب الأهمية ، تتمثل مصادر الإيرادات لشركة بيركشاير فى : أقساط التأمين المحصلة ، إيرادات المبيعات والخدمات وإيرادات الفوائد والتوزيعات والدخل من الاستثمارات الأخرى ، وأرباح الاستثمارات المحصلة والدخل من المنتجات المالية . ووفقًا لقائمة الدخل لعام ٢٠٠١ ، بلغ آخر إيراد سنوى للشركة ٣٧,٦٦٨ مليار دولار .

معدل نمو الإيرادات : كان نمو الإيرادات التاريخى كبيرًا ، حيث نمت الإيرادات بنسبة ٤١٪ ـ من ٢٤ مليار دولار فى عام ١٩٩٩ إلى ٣٤ مليار دولار فى عام ٢٠٠٠ ثم ازدادت بنسبة ١١٪ فى عام ٢٠٠١ لتصل إلى ٣٧,٧ مليار دولار . وكان إجمالى الإيرادات مرتفعًا بنسبة ٥,١ ٪ فى الربع الثالث من عام ٢٠٠٢ عند مقارنته بالربع الثالث لعام ٢٠٠١ . وقد نمت الأرباح قبل ضرائب الدخل بنسبة ٢٢٨٪ من ١٩٩٩ إلى ٢٠٠٠ ، ثم هبطت بنسبة ٧٤٪ فيما بين ٢٠٠٠ ، ٢٠٠١ ويرجع سبب ذلك إلى أحداث ١١ سبتمبر . خلال الربع الثالث من ٢٠٠٢ ، ازدادت الأرباح قبل ضرائب الدخل بنسبة ٣٩,٠ ٪ وهو ما يتجاوز مستوى الربع الثالث لعام ٢٠٠١ .

ما هى احتمالات النمو لشركة بيركشاير ؟ كانت توقعات المحللين لنمو الأرباح لكل سهم على مدى السنوات الخمس القادمة ١١٪ . وقد استطلعت زاكس آراء المحللين الثلاثة الذين قاموا بتغطية الشركة وجميعهم قاموا بتصنيف بيركشاير على أنها سهم يستحق الشراء .

ولغرض التقييم المبدئى لشركة بيركشاير ، استخدمنا معدل نمو قدره ١١٪ . كما استخدمنا أيضًا معدل نمو يبلغ ٧٪ فى سيناريو النمو المنخفض ، والذى قدم لنا تقييما أكثر تحفظًا للشركة .

شركة بيركشاير هاثواي

والشركات التابعة لها

قائمة مجمعة بالأرباح

(الأرقام بالمليون ، فيما عدا المبالغ لكل سهم)

	العام المنتهي في ٣١ ديسمبر		
	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩
الإيرادات			
أقساط تأمين محصلة	$١٧٩٠٥	$١٩٣٤٣	$١٤٣٠٦
إيرادات مبيعات وخدمات	١٤٩٠٢	٧٣١١	٥,١٨
الفوائد وتوزيعات الأرباح والدخول الأخرى من الاستثمار	٢٧٦٥	٢٦٨٦	٢٣١٤
الدخل المحقق من الشركة القابضة MidAmerican	١٦٥	١٠٥	–
الدخل من التمويل والأنشطة التي تقدم منتجات تمويلية	٥٦٨	٥٥٦	١٢٥
أرباح استثمار محققة	١٣٦٣	٣٩٥٥	١٣٦٥
	٣٧٦٦٨	٣٤٠٠٦	٢٤٠٢٨
التكاليف والمصروفات			
خسائر تأمين ومصروفات تعديل بالخسائر	١٨٣٩٨	١٧٣٣٢	١٢٨١٥
مصروفات ضمان التأمين	٣٥٧٤	٣٦٣٢	٣٢٢٠
تكلفة المنتجات والخدمات المباعة	١٠٤٤٦	٤٨٩٣	٤٠٦٥
مصروفات بيع وعامة وإدارية	٣٠٠٠	١٧٠٣	١١٦٤
استهلاك شهرة المحل	٥٧٢	٧١٥	٤٧٧
مصروفات فوائد	٢٠٩	١٤٤	١٣٤
	٣٦١٩٩	٢٨٤١٩	٢١٥٧٨
الأرباح قبل ضرائب الدخل وحقوق الأقلية	١٤٦٩	٥٥٨٧	٢٤٥٠
ضرائب الدخل	٦٢٠	٢٠١٨	٨٥٢
حصة الأقلية	٥٤	٢٤١	٤١
صافي الأرباح	$٧٩٥	$٣٣٢٨	$١٥٥٧
متوسط الأسهم العادية القائمة *	١٥٢٧٢٣٤	١٥٢٢٩٣٣	١٥١٩٧٠٣
صافي الأرباح لكل سهم *	$٥٢١	$٢١٨٥	$١٠٢٥

* يتضمن متوسط الأسهم المتداولة الأسهم العادية الفئة أ ومتوسط الأسهم العادية الفئة ب محددة على أساس معادل الأسهم العادية للفئة أ ويمثل صافي الأرباح لكل سهم عادي الموضح أعلاه صافي الأرباح المعادل لكل سهم من الأسهم العادية الفئة أ . يساوي صافي الأرباح لكل سهم عادي من أسهم الفئة ب ٣٠/١ من هذا المبلغ أو ١٧دولارًا لكل سهم لعام ٢٠٠١ ، ٧٣ دولارًا لكل سهم عام ٢٠٠٠ ، ٣٤ دولارًا لكل سهم لعام ١٩٩٩ .

الرسم ٨ـ١٧ قائمة الدخل الخاصة بشركة بيركشاير هاثواي عام ٢٠٠١

شركة بيركشاير هاثواى
والشركات التابعة لها
قائمة مركز مالى مجمعة
(الأرقام بالمليون ، فيما عدا المبالغ لكل سهم)

	العام المنتهى فى ٣١ ديسمبر ٢٠٠١	٢٠٠٠
الأصول		
النقود وأشباه النقود	٥,٣١٣	٣٢,٢٥٧
الاستثمارات:	٢٨,٦٧٥	٣٧,٦١٩
أوراق مالية ذات آجال ثابتة	١,٩٧٤	١,٦٣٧
أسهم أوراق مالية	١١,٩٢٦	١١,٧٤٦٤
أخرى	٢,٢١٣	١,٢٧٥
حسابات قبض	١,٨٢٦	١,٧١٩
مخزون	٤١,٥٩١	١٦,٨٢٩
استثمارات فى شركة ميد أمريكان القابضة للكهرباء	٤,٧٧٦	٢,٦٩٩
أصول أنشطة تمويل ومنتجات مالية	٢١,٤٠٧	١٨,٨٧٥
أراضى ومصانع ومعدات	٥,٠٤٢	٥,٠١٥
شهرة المنشآت المستحوذ عليها	١٦٢,٧٥٢	١٣٥,٧٩٢
أصول أخرى	٥,٠٤٢	٥,٠١٥
	١٣٥,٧٩٢	١٦٢,٧٥٢
الالتزامات وحقوق ملكية المساهمين .		
خسائر ومصروفات معدلة	٤٠,٧١٦	٣٣,٠٢٢
أقساط غير محصلة	٤,٨١٤	٣,٨٨٥
حسابات دفع وأقساط مجمعة والتزامات أخرى	٩,٦٢٦	٨,٣٧٤
ضرائب دخل	٧,٠٢١	١٠,١٢٥
اقتراض بموجب اتفاقات الاستثمار وديون أخرى	٣,٤٨٥	٢,٦٦٣
التزامات خاصة بالتمويل وأنشطة المنتجات	٣٧,٧٩١	١٤,٧٣٠
	١٠٣,٤٥٣	٧٢,٧٩٩
حقوق أقلية المساهمين	١,٣٤٩	١,٢٦٩
حقوق ملكية المساهمين		
الأسهم العادية *		
الأسهم العادية الفئة (أ) ـ قيمة أسمية ٥ دولار للسهم والأسهم العادية الفئة (ب) ، القيمة الاسمية ٠,١٦٦٧ دولار	٨	٨
رأس المال الزائد عن القيمة الاسمية	٢٥,٦٠٧	٢٥,٥٢٤
دخول أخرى متراكمة وشاملة	١٢,٨٩١	١٧,٥٤٣
أرباح محتجزة	١٩,٤٤٤	١٨,٦٤٩
إجمالى حقوق ملكية المساهمين	٥٧,٩٥٠	٦١,٦٤٩
	١٦٢,٧٥٢	١٣٥,٧٩٢

* توجد للأسهم العادية من الفئة (ب) قيمة تعادل (٣٠/١) من قيمة الأسهم العادية من الفئة (أ) وطبقاً لذلك فبالنسبة للأسهم العادية من الفئة (أ) ، كان هناك ١٥٢٨٢١٧ سهماً فى ٣١ ديسمبر ٢٠٠١ ، فى مقابل ١٥٢٦٢٣٠ سهمًا فى ٣١ ديسمبر ٢٠٠٠ .

الرسم ٨ـ١٨ قائمة المركز المالى لعام ٢٠٠١ لشركة بيركشاير هاثواى

شركة بيركشاير هاثواى
والشركات التابعة لها
قائمة مركز مالى مجمعة

(الأرقام بالمليون ، فيما عدا المبالغ لكل سهم)

	العام المنتهى فى ٣١ ديسمبر		
	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩
التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل			
صافى الأرباح	$ ٧٩٥	٥٣٣٢٨	$ ١٥٥٧
تعديلات لتوافق صافى الأرباح مع التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل			
أرباح استثمار محققة	(١٣٦٣)	(٣٩٥٥)	(١٣٦٥)
إهلاك واستهلاك	١٠٧٦	٩٩٧	٦٨٨
تغيرات فى الأصول والالتزامات قبل تأثيرات الاستحواذ على الشركات			
خسائر ومصروفات خسائر معدلة	٧٥٧١	٥٩٧٦	٣٧٩٠
تكاليف مؤجلة – إعادة تأمين	(٤٩٨)	(١٠٧٥)	(٩٥٨)
أقساط غير محصلة	٩٢٩	٩٧	٣٩٤
حسابات قبض	٢١٩	(٣٠٦٢)	(٨٣٤)
حسابات مستحقة مجمعة والتزامات أخرى	(٣٣٩)	٦٦٠	(٥)
أنشطة التعامل على شركات التمويل	(١٠٨٣)	(١١٢٦)	٤٧٣
ضرائب الدخل	(٣٢٩)	٧٥٧	(١٣٩٥)
أخرى	(٤٠٤)	٣٥٠	(١٤٥)
صافى التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل	٦٥٧٤	٢٩٤٧	٢٢٠٠
التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار			
شراء أوراق ذات استحقاق ثابت	(١٦٤٧٥)	(١٦٥٥٠)	(١٨٣٨٠)
شراء أسهم	(١٠٧٥)	(٤١٤٥)	(٣٦٤٤)
حصيلة بيع أوراق ذات أجل واستحقاق ثابت	٨٤٧٠	١٣١١٩	٤٥٠٩
حصيلة من استرداد واستحقاق أوراق مالية ذات أجل استحقاق محدد أو ثابت	٤٣٠٥	٢٥٣٠	٢٨٣٣
حصيلة بيع أسهم	٣٨٨١	٦٨٧٠	٤٣٥٥
قروض واستثمارات فى أنشطة التمويل	(٩٥٠٢)	(٨٥٧)	(٢٥٢٦)
تحصيل أصل القروض والاستثمارات فى أنشطة التمويل	٤١٢٦	١٤٢	٨٤٥
استحواذ ، صافى النقدية المكتسبة	(٤٦٩٧)	(٣٧٨٩)	(١٥٣)
أخرى	(٧٢٧)	(٥٨٢)	(٤١٧)
صافى التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار	(١١٦٩٤)	(٢٢٧١)	(١٢٥٩٨)
التدفقات النقدية من أنشطة التمويل			
حصيلة اقتراض لأنشطة التمويل	٦٢٨٨	١٢٠	٧٣٦
حصيلة من اقتراضات أخرى	٨٢٤	٦٨١	١١١٨
سداد اقتراض لأنشطة التمويل	(٨٦٥)	(٢٧٤)	(٤٦)
سداد أموال مقترضة أخرى	(٧٩٨)	(٨٠٦)	(١٣٣٣)
التغير فى الاقتراض قصير الأجل لأنشطة التمويل	٨٢٦	٥٠٠	(٣١١)
التغير فى الاقتراض ذات التمويل لفترات أخرى	(٣٧٧)	٣٢٤	٣٤٠
أخرى	١١٦	(٧٥)	(١٣٧)
صافى التدفقات النقدية من أنشطة التمويل	٦٠١٤	٤٧٠	٣٦٧
الزيادة (النقص) فى النقدية وأشباه التمويل	٨٩٤	١١٤٦	(١٠٠١٣)
النقدية وأشباه النقدية فى بداية العام	٥٦٠٤	٤٤٥٨	١٤٤٨٩
النقدية وأشباه النقدية فى نهاية العام *	$ ٦٤٩٨	$ ٥٦٠٤	$ ٤٤٥٨
* تتكون النقدية وأشباه النقدية فى نهاية العام من التالى :			
زيادة فى التمويل والمنتجات المالية	$ ١١٨٥	$ ٣٤١	$ ٦٢٣
أخرى	٥٣١٣	٥٢٦٣	٣٨٣٣
	$ ٦٤٩٨	$ ٥٦٠٤	$ ٤٤٥٨

الرسم ٨ـ١٩ قائمة التدفقات النقدية لعام ٢٠٠١ لشركة بيركشاير هاثواى

فترة العائد الإضافى : نحن نعتبر أن شركة بيركشاير هاثواى شركة تدار بطريقة جيدة ، وهى شركة مالية رائعة ؛ لذا فإننا استخدمنا فى تقييمنا فترة عائد إضافى قدرها ١٠ سنوات .

تقدير صافى هامش ربح التشغيل حسب الأهمية : تتمثل مصروفات الشركة فى: خسائر التأمين ، ومصروفات معدلة ، وتكلفة المنتجات ، والخدمات المباعة ، ومصاريف إصدار التأمين ومصاريف أخرى . ولكى نحسب الدخل من التشغيل للشركة طرحنا إجمالى المصروفات من إجمالى الإيرادات . ولكى نصل إلى صافى هامش ربح التشغيل ، قسمنا دخل التشغيل على الإيرادات . على مدار السنوات المالية الثلاث الماضية ، كان صافى هامش ربح التشغيل ١٠,٢ ٪ فى ١٩٩٩ ، ١٦,٤٪ فى ٢٠٠٠ ، ٣,٩٪ فى ٢٠٠١ بمتوسط قدره ١٠,٢٪ . خلال الشهور التسعة المنتهية فى ٣٠ سبتمبر قفز صافى هامش ربح التشغيل لشركة بيرك شاير إلى ١٤,٤١٪ . ولقد استخدمنا فى التقييم الأساسى متوسط ثلاث سنوات ، وقدره ١٠,٢٪ وقمنا بتعديله وذلك بزيادته فى تقييم آخر تال .

معدلات ضريبة الدخل : بلغ متوسط ضريبة الدخل للشركة ٣٧,٣ ٪ على مدى فترة الثلاث سنوات من ١٩٩٩ إلى ٢٠٠١ . ولقد استخدمنا ٣٧,٧٪ فى تقييمنا الأساسى .

الاستثمار الجديد والإهلاك : لكى تزيد الشركة من نموها ، قامت بشراء أنشطة وشركات أخرى . كان متوسط عمليات الاستحواذ وصافى النقدية المكتسبة ٨,٠٩٪ من الإيرادات على مدى السنوات الثلاث الماضية ، وهو ما استخدمناه كمدخل لمعدل الاستثمار . وكان متوسط تكاليف الإهلاك ٢,٨٨٪ من الإيرادات السنوية على مدى السنوات الثلاث الماضية ، وهو ما استخدمناه كمدخلات لمعدل الإهلاك .

رأس المال العامل المتراكم : كانت قيمة قيد رأس المال العامل تساوى صفرًا .

الأصول قصيرة الأجل : مثل باقى الشركات المالية الأخرى ، لا تميز أو تفرق ميزانية الشركة بين الأصول الجارية والأصول طويلة الأجل . تسجل ميزانية الربع الثالث للشركة إجمالى أصول قدرها ١٦٧,٧ مليار دولار . وتتمثل الأصول الرئيسية فى : الاستثمارات والقروض وحسابات القبض والنقدية وأشباه النقدية والأصول المتعامل عليها فى الحساب والمخزون

وشهرة المحل والمباني والمصانع والمعدات والأصول الأخرى . من هذا الإجمالي ، قمنا بحذف الأصول طويلة الأجل للمباني والمصانع والمعدات ـ وقدرها ٥,٢ مليار دولار ، والأصول المشكوك في قيمتها مثل شهرة المحل وقدرها ٢٢,٢ مليار دولار والأصول الأخرى وقدرها ٦,٦ مليار دولار وهو ما جعل قيد الأصول قصيرة الأجل يبلغ ١٣٣,٦٨٢ مليار دولار .

التزامات قصيرة الأجل : الالتزامات الأساسية لشركة بيركشاير هي : الخسائر ، ومصروفات الخسائر المعدلة ، والأقساط غير المحصلة ، وحسابات الدفع ، واتفاقات إعادة الشراء ، والاستثمار ، والالتزامات المتعامل عليها في الحساب . وقد بلغ القيد الخاص بالالتزامات قصيرة الأجل ١٠٥,١٣٢ مليار دولار ، وهو إجمالي مبلغ الالتزامات بالإضافة إلى حقوق الأقلية من حملة الأسهم ، كما هو موضح بميزانية الربع الثالث للشركة .

سعر السهم : بلغ سعر إغلاق سهم بيركشاير بالنسبة للأسهم الفئة أ في ١٨ ديسمبر ٢٠٠٢ مبلغًا قدره ٧٢,٠٠ دولار .

الأسهم المتداولة : سجلت ميزانية الربع الثالث أن متوسط الأسهم العادية المتداولة في ٣٠ سبتمبر ٢٠٠٢ بلغ ١٥٢٧٢٣٤ سهم .

إصدارات المديونية المتداولة : كما سبق أن ناقشنا ، تضمن قيد الالتزامات قصيرة الأجل إصدارت المديونية بالنسبة للشركات المالية ، لذا كانت قيمة قيد إصدارات المديونية القائمة يساوي صفرًا .

الأسهم المميزة المتداولة : ليس لدى شركة بيركشاير أية أسهم مميزة متداولة ؛ لذا فإن هذا القيد يساوي صفرًا .

عائد الأسهم المميزة : صفر .

المعدل الخالي من المخاطر : استخدمنا عائد أوراق الخزانة استحقاق ١٠ سنوات في ١٨ ديسمبر ٢٠٠٢ وهو ٤,٠٦٪ .

الهامش بين السندات وأوراق الخزانة : حيث إن القيد بالنسبة لإصدارات المديونية (السندات) يساوي صفرًا ، فإن القيد للهامش يساوي صفرًا .

معامل بيتا للشركة : وفقًا لموقع Yahoo Finance، كان معامل بيتا ٠,٥٤ وكان هذا هو القيد الذي أدخلناه بالنسبة لبرنامج ValuePro2002.

علاوة مخاطر الأسهم : استخدمنا نسبة ٣٪ في تقييماتنا .

تقييم شركة بيركشاير هاثواى ـ سيناريو أساسى : معدل نمو ١١٪ ، صافى هامش ربح تشغيل قدره ١٠,٢ ، القيمة ـ ٧٠٣٣٠ دولار

تُظهر نتائج التقييم الأساسى فى شاشة المدخلات الرئيسية لبرنامج ValuePro (الرسم ٨ ـ ٢٠) أن شركة بيركشاير لها تكلفة حقوق ملكية أسهم قدرها ٥,٦٨ ٪ . ووفقًا لهذا السيناريو ، فإن القيمة الحقيقية لسهم بيركشاير هى ٧٠٣٣٠ دولار – بانخفاض قدره ٢٪ عن سعر إغلاق السهم فى ١٨ ديسمبر بمقدار ٧٢٠٠٠ دولارًا .

تقييم شركة بيركشاير هاثواى ـ صافى هامش ربح تشغيل أعلى ، سيناريو معدل أعلى : صافى هامش ربح تشغيل ١٤٪ ، ومعدل عائد على أوراق الخزانة قدره ٥,٠٦ ٪ ، والقيمة ٨٠٦٢٧ دولار

كان اعتقادنا أن متوسط صافى هامش ربح التشغيل لفترة ٣ سنوات وقدره ١٠,٢٪ ، والذى استخدمناه فى التقييم الأساسى ـ كان منخفضًا للغاية بالنسبة لشركة بيركشاير . كان صافى هامش ربح التشغيل لسنة ٢٠٠١ يقدر بـ ٣,٩٪ ، ويرجع هذا بدرجة كبيرة إلى الخسائر التى عانت منها شركات التأمين التابعة نتيجة المطالبات الخاصة بتعويضات هجمات ١١ سبتمبر . فى عام ٢٠٠٠ وصل صافى هامش ربح التشغيل إلى ١٦,٤ ٪ خلال الربع الثالث من عام ٢٠٠٢ . وإذا افترضنا أن بيركشاير تعمل بمعدل قدره ١٤٪ . فإن هذا يؤثر إيجابيًا فى القيمة الحقيقية لسهم الشركة .

وعلى العكس ، كانت معدلات الفائدة فى تاريخ التقييم منخفضة . كان معدل الفائدة على أوراق الخزانة استحقاق ١٠ سنوات ٤,٠٦٪ . ونحن نعتقد أن معدلات الفائدة سوف ترتفع إلى مستوى أكبر من العادى . لنفترض أن متوسط الارتفاع سوف يكون ١٪ وهو ما يرفع معدل العائد على أوراق الخزانة استحقاق ١٠ سنوات إلى ٥,٠٦ ٪ .

مع البقاء على باقى المدخلات كما هى ثابتة ، ووضع ٥,٠٦٪ فى خانة معدل عائد أذون الخزانة استحقاق ١٠ سنوات ، ووضع ١٤٪ فى خانة صافى هامش ربح التشغيل فى شاشة المدخلات الرئيسية (الرسم

٨ ـ ٢١) ، سوف نرى أن القيمة الحقيقية لسهم شركة بيركشاير هى ٨٠,٦٢٧ دولار .

برنامج ValuePro 2002
شاشة الإدخال العامة
القيمة الحقيقية للسهم ٧٠٢٢٠,١٧ دولار
مدخلات عامة

رمز الشركة ... Berk Hath

فترة العائد الإضافى (بالسنوات)	١٠	معدل الإهلاك (٪ من الإيرادات)	٢,٨٨
إيرادات (بالمليون دولار)	٣٧٦٦٨	معدل الاستثمار (٪ من الإيرادات)	٨.٠٩
معدل النمو (٪)	١١,٠٠	رأس المال العامل (٪ من الإيرادات)	٠,٠٠
صافى هامش ربح التشغيل (٪)	١٠,٢٠	الأصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	١٣٣٦٨٢
معدل الضريبة (٪)	٣٥.٠٠	الالتزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	١٠٥١٣٢
سعر السهم (بالدولار)	٧٢٠٠٠,٠٠	علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣,٠٠
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	١,٥٢٨٢١٧	معامل بيتا للشركة	٠,٥٤
عائد أذون الخزانة لعشر سنوات (٪)	٤,٠٦	قيمة السندات القائمة (بالمليون دولار)	٠
نسبة ش بين السندات والأذون (٪)	٠,٠٠	قيمة الأسهم المميزة القائمة (بالمليون دولار)	٠
عائد الأسهم المميزة (٪)	٠,٠٠	التوسط المرجح لتكلفة رأس المال (٪)	٥.٦٨

الرسم ٨ ـ ٣٠ شاشة إدخال رئيسية لشركة بيركشاير هاثواى ـ سيناريو أساسى

تقييم شركة بيركشاير ـ نمو أقل ، صافى هامش ربح تشغيل أعلى ، سيناريو سعر أعلى : معدل نمو ٧ ٪ ، صافى هامش ربح تشغيل ١٤ ٪ ، معدل أوراق خزانة ٥,٠٦ ٪ ، قيمة ـ ٦٢٠٢٨ دولار .

نحن نشعر بالقلق دائماً تجاه معدل النمو الزائد عن الحد عند تقييم إحدى الشركات . قد يكون من الصعب على الإدارة حتى ولو كان على رأسها داهية مثل " وارين بافيت " ، أو " تشارلى مونجر "، أن تحافظ على نمو إحدى الشركات الكبيرة مثل بيركشاير بمعدل ١١٪ . وسوف نحتفظ بكل الأشياء الأخرى كما هى من السيناريو الأخير ، ولكننا سوف

نقلل افتراض معدل النمو إلى ٧٪ . هذا هو المعدل الذى نشعر تجاهه بالاطمئنان ، وهو المعدل الذى سوف يحقق تقييمًا أكثر تحفظًا .

برنامج ValuePro 2002
شاشة الإدخال العامة
القيمة الحقيقية للسهم ٨٠٦٢٧,٧١ دولار
مدخلات عامة

رمز الشركة ... Berk Hath

فترة العائد الإضافى (بالسنوات)	١٠	معدل الإهلاك (٪ من الإيرادات)	٢,٨٨
إيرادات (بالمليون دولار)	٣٧٦٦٨	معدل الاستثمار (٪ من الإيرادات)	٨,٠٩
معدل النمو (٪)	١١,٠٠	رأس المال العامل (٪ من الإيرادات)	٠,٠٠
صافى هامش ربح التشغيل (٪)	١٤,٠٠	الأصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	١٣٣٦٨٢
معدل الضريبة (٪)	٣٥,٠٠	الالتزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	١٠٥١٣٢
سعر السهم (بالدولار)	٧٢٠٠٠,٠٠	علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣,٠٠
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	١٥٢٨٢١٧	معامل بيتا للشركة	٠,٥٤
عائد أذون الخزانة لعشر سنوات (٪)	٥,٠٦	قيمة السندات القائمة (بالمليون دولار)	٠
نسبة ش بين السندات والأذون (٪)	٠,٠٠	قيمة الأسهم المميزة القائمة (بالمليون دولار)	٠
عائد الأسهم المميزة (٪)	٠,٠٠	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (٪)	٦,٦٨

الرسم ٨ ـ ٢١ شاشة إدخال رئيسية لشركة بيركشاير ـ سيناريو صافى ربح تشغيل أعلى

ماذا يحدث للقيمة الحقيقية إذا كان متوسط معدل نمو بيركشاير فى المستقبل ٧٪ ؟ إذا ظلت باقى المدخلات الأخرى كما هى ووضعنا ٧٪ فى خانة معدل النمو من شاشة الإدخال الرئيسية (الرسم ٨ ـ ٢٢) فسوف نرى أن القيمة الحقيقية لسهم الشركة هى ٦٣,٠٢٨ دولار . وهذا السعر يمثل ١٠٪ أقل من السعر الحالى لسهم الشركة .

برنامج ValuePro 2002
شاشة الإدخال العامة
القيمة الحقيقية للسهم ٦٣٠٢٨,٤٥ دولار
مدخلات عامة

رمز الشركة ...	Berk Hath		
فترة العائد الإضافى (بالسنوات)	١٠	معدل الإهلاك (٪ من الإيرادات)	٢,٨٨
إيرادات (بالمليون دولار)	٣٧٦٦٨	معدل الاستثمار (٪ من الإيرادات)	٨,٠٩
معدل النمو (٪)	٧,٠٠	رأس المال العامل (٪ من الإيرادات)	٠,٠٠
صافى هامش ربح التشغيل (٪)	١٤,٠٠	الأصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	١٣٣٦٨٢
معدل الضريبة (٪)	٣٥,٠٠	الالتزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	١٠٥١٣٢
سعر السهم (بالدولار)	٧٢٠٠٠,٠٠	علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣,٠٠
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	١,٥٢٨٢١٧	معامل بيتا للشركة	٠,٥٤
عائد أذون الخزانة لعشر سنوات (٪)	٥,٠٦	قيمة السندات القائمة (بالمليون دولار)	٠
نسبة ش بين السندات والأذون (٪)	٠,٠٠	قيمة الأسهم المميزة القائمة (بالمليون دولار)	٠
عائد الأسهم المميزة (٪)	٠,٠٠	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (٪)	٦,٦٨

الرسم ٨ ـ ٢٢ شاشة إدخال رئيسية لشركة بيركشاير ـ معدل نمو منخفض

سهم شركة بيركشاير ـ شراء ؟ أم بيع ؟ أم احتفاظ ؟

عند تقييم الشركة نظرنا إلى ثلاثة أنواع من السيناريو: سيناريو أساسى بمعدل نمو ١١٪ وصافى هامش ربح التشغيل بنسبة ١٠,٢٪ والذى نتج عنه قيمة حقيقية قدرها ٧٠٣٣٠ دولارًا ، وكذلك سيناريو بمعدل نمو ١١٪ وصافى هامش ربح التشغيل بنسبة ١٤٪ ومعدل عائد على أذون الخزانة أعلى ١٪ والذى حقق قيمة حقيقية قدرها ٨٠٦٢٧ دولارًا ، والسيناريو الثالث بمعدل نمو٧٪ وهامش صافى ربح تشغيل بنسبة ١٤٪ ومعدل عائد خزانة أعلى بنسبة ١٪ ونتج عن هذا السيناريو قيمة حقيقية قدرها ٦٣٠٣٨ دولار . ونحن تعتبر شركة بيركشاير شركة رائعة ذات إدارة رائعة . ومع ذلك ، فإن سعر السهم البالغ ٧٢٠٠ دولار لا يغرى بالشراء . أى أن السعر يقع فى منتصف الطريق بين تقييمنا المنخفض بسعر ٦٣٠٣٨ دولار وتقييمنا المرتفع بسعر ٨٠٦٢٧ دولار . عند هذا المعدل ، كانت وجهة نظرنا تجاه سهم الشركة هى الاحتفاظ به .

تقييم شركة واشنطن رايت ـ ٢٠ ديسمبر ٢٠٠٢

السعر ـ ٢٥,٥٥ دولار ، القيمة ـ ٢٤,٨١ دولار إلى ١٧,٣٨ دولار ، بيع

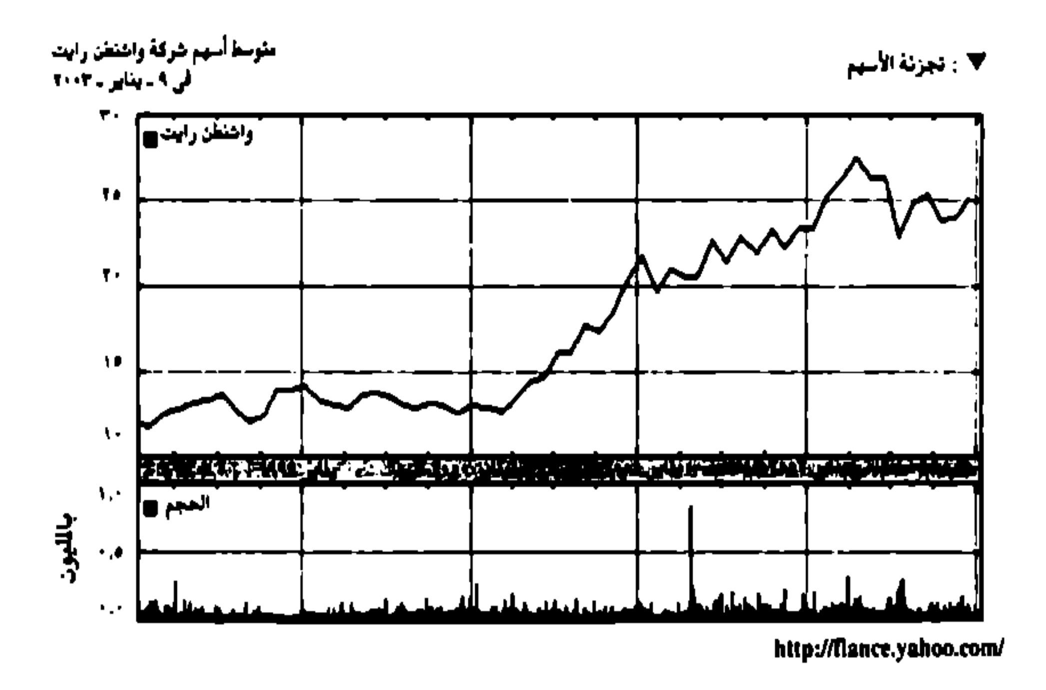
الوصف العام لشركة واشنطن رايت ـ أحد صناديق الاستثمار فى العقارات

تعتبر شركة واشنطن رايت (WRE: www .writ .com/) أحد صناديق الاستثمار التى تعمل فى أسهم شركات العقارات والتى تمتلك وتدير ٥٩ شركة عقارات ومبانى فى بالتيمور وواشنطن . تتكون ملكياتها من ٢٤ مبنى إداريًا ، ١٥ مبنى صناعيًا ، ١١ مركزًا بيع للتجزئة ، ٩ مبانى سكنية . يتمثل هدف هذه الشركة فى الاستثمار فى ملكية حقيقية فى مواقع درجة أولى مميزة ، وتحسين الممتلكات وإدارة وتطوير وتأجير المشروعات لتحسين الأداء الاقتصادى .

الحصة السوقية للشركة من الأسهم هى ١ مليار دولار فقط ـ أى أنها ذات حصة رأسمال فى السوق صغيرة . وتمثل هذه القيمة السوقية ٢٠ ضعف الأرباح ، ٣ أضعاف القيمة الدفترية وقدرها ٨,٣٨ دولار للسهم . تدفع الشركة توزيعات أرباح سنوية قدرها ١,٤١ دولار للسهم ولها عائد سنوى على التوزيعات قدره ٥,٥٢٥٪ . من الربع الثالث لعام ٢٠٠١ إلى الربع الثالث لعام ٢٠٠٢ ، كان الدخل من العقارات ثابت وهبطت الأرباح . ويمثل الرسم (٨ ـ ٢٣) معدل سعر سهم شركة واشنطن رايت .

تقييم أحد صناديق العقارات

تعمل شركة رايت أساسًا كصناديق مشتركة للعقارات ، ويمتلك حملة الأسهم حصة مناسبة فى إحدى المحافظ التى تتكون من ملكية عقارية . ترتبط القيمة السوقية للشركة بطريقة مباشرة مع قيمة العقارات والممتلكات والمبانى التى يتكون منها ، ويرتبط عكسيًا مع معدلات الفائدة . وتوفر الشركة للمستثمرين فرصاً لتنويع محافظهم بالعقارات . وغالبًا ما يتحرك سعر العقارات وأسعار سوق الأسهم فى اتجاهين عكسيين . لقد رأينا هذا يحدث مع انفجار فقاعة شركات التكنولوجيا . عندما هبطت أسعار الأسهم ، قام المستثمرون بسحب أموالهم من أسواق الأسهم ، وتحولوا إلى سوق العقارات ـ وارتفعت أسعار العقارات بدرجة كبيرة .



الرسم ٢٢.٨ رسم بيانى لسعر سهم شركة واشنطن رايت

هناك ما يزيد عن ٢٠ صندوقًا تابعًا للشركة يتم التعامل عليها فى سوق الأسهم . ويقدم التعامل على مثل هذه الصناديق خاصية رائعة وهى السيولة الفورية للاستثمار فى العقارات . تحظى بعض الصناديق بميزة خاصة مثل : المبانى الخاصة بالشقق السكنية ، أو المكاتب ، أو المبانى الصناعية ، وقد يستثمر العديد منهم فى مواقع جغرافية معينة كما تفعل الشركة باستثمارها فى واشنطن وبالتيمور . وثمة اعتبار استثمارى مهم ، وهو أنه إذا أوفت الشركة باحتياجات معينة لا يتم معاملتها ضريبيا بنفس معدل ضريبة الشركات ؛ لذلك ، فإن إجمالى الدخل من الشركة ينتقل أو يتدفق إلى حملة الأسهم دون خضوعه للضريبة . ومع هذا يجب أن يدفع حملة الأسهم ضرائب على توزيعات الأسهم ، بسبب العوائد المرتفعة على التوزيعات ، حيث إن العديد من المستثمرين يحتفظون بعوائد شركة رايت فى حسابات ذات مميزات وتخفيضات ضريبية .

تعتمد الأنشطة التى تعد الأساس لمعظم صناديق شركة رايت على المبانى وشراء وإدارة الممتلكات وحيازة العقارات . وتعتبر العقارات ـ باستثناء بعض حالات الهوس والجنون فى هذا المجال ، مثل فقاعة

العقارات التى حدثت فى اليابان فـى بدايـة التسـعينات ـ اسـتثمارًا أقـل عرضـة لتقلبات سـوق الأسـهم . ويعتمد نمو أسعار أسـهم الشـركة علـى نمـو قيم الممتلكات القائم عليها هذا الصندوق . ونحن نضع هذا فى اعتبارنا عند تقديرنا لمعدلات النمو . وفيما يلـى التعـديلات التـى وضـعناها عنـد تقيـيم إحدى صناديق استثمارات العقارات :

١. حساب دخـل التشـغيل : بالنسـبة لشـركة رايـت ، أخـذنا الـدخل مـن العقارات والذى يشمل الإهلاك والاستهلاك وطرحنا المصروفات العامـة والإدارية . كما استبعدنا الدخل والأربـاح الأخـرى الناتجـة عـن بيـع عقارات ، وكذلك مصروفات الفوائد .

٢. معدل الضريبة : لا يكون هنـاك ضـريبة علـى الشـركة إذا كانـت تفـى ببعض الاحتياجات المعينة .

٣. الإهـلاك والمصـروفات الرأسـماليـة : تعتـبر نفقـات الإهـلاك والمصـروفات الرأسـماليـة ـ للحصـول علـى عقـارات إضـافية وممتلكـات ولعمـل التحسينات للممتلكات الموجودة ـ أعلى بدرجـة كـبيرة مـن الشـركات الأخرى .

٤. تعديل معامل بيتا : غالبا ما يكون معامـل بيتـا المرتبط بأحـد صـناديق استثمار العقارات منخفضًا للغاية . على سبيل المثـال : يسـجل موقـع Yahoo Finance معامل بيتـا قـدره ٠,٠١ بالنسـبة لشـركة واشـنطن رايت . ويرجع هذا إلى أن معامل بيتا لسعر سـهم الشركة يـتم حسـابه من خلال إرجاعه إلى أسـهم إس آنـد بـى ٥٠٠ والـذى يعطـى ناتجـا منخفضًا بطريقة غير حقيقيـة . يقـول بعـض الأكـاديميين إن مخـاطر شركة مثل رايت يجب إرجاعها إلى عوائـد الأصـول التـى تضـم أيضًـا مؤشـرات عقارات أو معدلات فائدة . يذكر " أسـواث دامـوداران " فـى كتابه "Investnet Valuation" [١] دراسة تقوم بحساب تقـدير لمعامـل بيتا قدره ٠,٨ عند إرجاع عوائد العقـارات التـى تضـم مكاتـب مقابـل إحدى محافظ السوق التى تتضمن عقـارات . ونحـن نعتقـد أن العائـد المرتبط بأحد استثمارات العقارات يجب أن يقع فى مكان ما قريب من أعلى مستوى للفرق بين العائد على الأصول خالية المخـاطر ، والعائـد

على أحد الأسهم الذى له معامل بيتا بمقدار ١,٠ . وبالتالى استخدمنا معامل بيتا قدره ٠,٨ عند تقييمنا لشركة واشنطن رايت .

دعنا نبدأ بالنظر إلى صندوق استثمار العقارات ذى رأس المال الصغير والمسمى : واشنطن رايت ريال استيت انفستمنت .

وضع مدخلات التقييم بالنسبة لشركة واشنطن رايت

ينتهى العام المالى للشركة (الصندوق) فى ٣١ ديسمبر . النتائج الخاصة بالربع المنتهى فى ٣٠ سبتمبر ٢٠٠٢ متاحة على موقع الشركة على شبكة الإنترنت . كما عملنا على تضمين قائمة الدخل لعام ٢٠٠١ والميزانية وقائمة التدفقات النقدية والذى تمت مراجعتها فى الرسومات (٨ ـ ٢٤) ، (٨ ـ ٢٥) ، (٨ ـ ٢٦) على الترتيب

كما استخدمنا المعلومات المتاحة فى نشرة أرباح الربع الثالث ، والتقرير السنوى لعام ٢٠٠١ ، والمعلومات الموجودة على المواقع المالية لتطوير مدخلات التقييم .

الإيرادات : تعتبر إيرادات العقارات هى المصدر الرئيسى لإيرادات التشغيل بالنسبة لصندوق شركة واشنطن رايت . وتتمثل مصادر الإيرادات غير التشغيلية الأخرى فى الدخول والأرباح الأخرى الناتجة عن بيع عقارات . ووفقاً لقائمة دخل ٢٠٠١، كان آخر إيراد سنوى لصندوق شركة واشنطن رايت هو ١٤٨,٤ مليون دولار .

معدل نمو الإيرادات . كان نمو الإيرادات التاريخى لشركة واشنطن رايت جيدا حيث نما بنسبة ١٣٪ من ١١٩ مليون دولار فى عام ١٩٩٩ إلى ١٣٥ مليون دولار فى عام ٢٠٠٠، ثم ازداد بنسبة ١٠٪ فى عام ٢٠٠١ ليصل إلى ١٤٨ مليون دولار . كان إجمالى الإيرادات مرتفعاً بنسبة ٢٪ خلال الربع الثالث لعام ٢٠٠٢ عند مقارنته بالربع الثالث لعام ٢٠٠١ . وكان النمو المعدل للشركة من العقارات ١٤٪ من ١٩٩٩ إلى ٢٠٠٠، وبنسبة ١١٪ فيما بين عامى ٢٠٠٠ ، ٢٠٠١ . خلال الربع الثالث من عام ٢٠٠٢، كان الدخل المعدل من العقارات منخفضاً بنسبة ١٪ عن مستوى الدخل فى الربع الثالث لعام ٢٠٠١ .

قائمة دخل مجمعة

	العام المنتهى فى ٣١ ديسمبر		
	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩
الأرقام بالآلاف ، فيما عدا البيانات الخاصة بكل سهم			
إيرادات تأجير عقارات			
مصروفات عقارت	$ ١٤٨٤٢٤	$١٣٤٧٣٢	$١١٨٩٧٥
مرافق	٨٣٥١	٧٦٨٢	٧٢٩٨
ضرائب عقارات	١٠٣٠٧	٩٣٤٧	٨٤٩٦
إصلاح وصيانة إدارية	٦,٩٤٨	٥٥٨٠	٤٧٦٥
اتعاب إدارية	٣٠٨٨	٢٧٥٣	٢٥٢٠
خدمات تشغيل وإمدادات	٤٦٩٩	٤١٩٥	٣٦٩٣
صيانة المنطقة العامة	٥٨٦٤	٥٤٥٩	٤٨٥٦
مصروفات أخرى	٢٠٧٤	١٩٦١	١٨٥٠
إجمالى مصروفات العقارات	١٩٦٨	١٣٣٩	١٨٠٣
دخل التشغيل	٤٢١٤٧	٣٨٣١٦	٣٥٢٨١
الإهلاك والاستهلاك	١٠٦٢٧٧	٩٦٤١٦	٨٣٦٩٤
الدخل من العقارات	٢٨٧٣٥	٢٢٧٢٣	١٩٥٩٠
دخول أخرى	٧٩٥٤٢	٧٣٦٩٣	٤٦١٠٤
مصروفات فائدة	١٦٨٨	٩٤٣	٧٣٢
مصروفات عامة وإدارية	٢٧٠٧١	٢٥٥٣١	٢٢٢٧١
الدخل قبل أرباح بيع عقارات	٦١٠٠	٧٥٣٣	٦١٧٣
أرباح بيع عقارات	٤٨٠٥٧	٤١,٥٧٢	٣٥٣٩٢
صافى الدخل	٤٢٩٦	٣٥٦٧	٧٩٠٩
الأرباح الأساسية لكل سهم	$ ٥٢٣٥٣	$ ٤٥١٣٩	$ ٤٤٣٠١
الأرباح المخففة لكل سهم	$ ١٣٩	$ ١٢٦	$ ١٢٤
المتوسط المرجح للأسهم المتداولة ـ أساسى	$ ١٣٨	$ ١٢٦	$ ١٢٤
المتوسط المرجح للأسهم المتداولة ـ مخفف	٣٧٦٧٤	٣٥٧٣٥	٣٥٧١٤

الرسم ٨ ـ ٢٤ قائمة الدخل لشركة واشنطن رايت لعام ٢٠٠١

ما هى احتمالات النمو لصندوق شركة واشنطن رايت ؟ لقد قارنا المعلومات من موقعين على شبكة الإنترنت هما : Multex Investor ، و Yahoo Finance للحصول على تقديرات المحللين للنمو . فى استطلاع موقع Multex . رأى أربعة محللين أن متوسط معدل النمو قدره ٥.٥٪ . بمعدل مرتفع قدره ٣٪ ومعدل نمو

منخفض قدره ٣ ٪ . وكانت توقعات المحللين فى Yahoo Finance لمعدل نمو الأرباح لكل سهم هى ٨ ٪ على مدى السنوات الخمس القادمة . وفى استطلاع موقع Zacks ، حيث رأى ثمانية محللين ـ والذين قاموا بعمل تغطية لصندوق شركة واشنطن رايت ـ ما يلى : أحدهم أوصى بالشراء ، بينما أوصى ٦ منهم بالاحتفاظ ، فى حين أوصى واحد فقط مشدداً بالبيع .

قائمة دخل مجمعة

	العام المنتهى فى ٣١ ديسمبر	
	٢٠٠١	٢٠٠٠
الأرقام بالآلاف ، فيما عدا البيانات الخاصة بكل سهم		
الأصول		
أراضى	١٥١٧٨٢	١٤٢٨١١
مبانى	٦٢٢٨٠٤	٥٥٥٧٠٢
إجمالى العقارات بالتكلفة	٧٧٤٥٨٦	٦٩٨٥١٣
إهلاك متراكم	١٢٢٩٢٥	١٠٠٩٠٥
إجمالى الاستثمار فى العقارات صافى	٥٦١٩٨١	٥٩٧٦٠٧
النقود وأشباه النقود	٢٨٤٤١	٦٤٢٨
إيجارات ومقبوضات أخرى، صافى مخصص الحسابات المشكوك فى تحصيلها	١٠٥٢٣	٩٧٩٥
مصروفات مستحقة وأصول أخرى	١٩٠١٠	١٩٥٨٧
إجمالى الأصول	٧٠٧٩٣٥	٦٣٣٤١٥
الالتزامات وحقوق ملكية المساهمين		
حسابات الدفع والالتزامات الأخرى	١٣٢٣٩	١٣٠٤٨
إيجارات مقدم	٣٦٠٤	٣٢٦٩
ودائع تأمين المؤجرين	٦١٤٨	٥٦٢٤
كمبيالات رهون مستحقة	٩٤٧٢٦	٨٣٢٦٠
كمبيالات مستحقة	٢٦٥٠٠٠	٢٦٥٠٠٠
إجمالى الالتزامات	٣٨٢٧١٧	٣٧٣٢٠١
حقوق الأقلية	١٦١١	١٥٥٨
حقوق ملكية المساهمين أسهم قيمة أسمية ٠,٠١ دولار الأسهم المصرح بها ١,٠٠٠,٠٠ :		
سهم مصدر ومتداول على التوالى	٣٨٨	٣٥٧
رأس مال إضافى مدفوع	٣٢٣٢٥٧	٢٦١٠٠٤
أرباح محتجزة (عجز)	٣٨	٢٧٠٥
إجمالى حقوق ملكية المساهمين	٣٢٣٦٠٧	٢٥٨٦٥٦
إجمالى الالتزامات وحقوق ملكية المساهمين	٧٠٧٩٣٥	٦٣٣٤١٥

الرسم ٨ ـ ٢٥ قائمة الدخل لشركة واشنطن رايت لعام ٢٠٠١

قائمة تدفقات نقدية مجمعة

	العام المنتهى فى ٣١ ديسمبر		
	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩
الأرقام بالآلاف ، فيما عدا البيانات الخاصة بكل سهم			
التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل			
صافى الدخل	$ ٥٢,٣٥٣	$ ٤٥,١٣٩	$ ٤٤,٣٠١
تعديلات لتوافق صافى الدخل مع النقدية المقدمة من أنشطة التشغيل			
أرباح بيع عقارات	(٤,٢٩٦)	(٣,٥٦٧)	(٧,٩٠٩)
إهلاك واستهلاك	٢٦,٧٣٥	٢٢,٧٢٣	١٩,٥٩٠
زيادات فى أصول أخرى	(١,٩٤٩)	(٣,٣٨٢)	(١,٩٥٤)
زيادات (انخفاض) فى التزامات أخرى	١,٦١٠	٨٣٤	(٩٨٥)
منح أسهم	٢١٩	٢٢٧	١٧٧
النقدية المحققة من أنشطة التشغيل	٧٤,٦٧٢	٦١,٩٧٤	٥٣,٢٢٠
التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار			
عمليات استحواذ عقارات صافى	(٥٩,٢٥٠)	(٢٦,٥٨١)	(٥٣,١٩٧)
تحسينات للعقارات	(١٤,٠١٥)	(١٦,٢٦٨)	(١٨,٣٧١)
تحسينات رأسمالية غير عقارية	(٥٣٨)	(٢٦٧)	(٣٥٠)
صافى حصيلة بيع عقارات	٨,١١٥	٥,٧٣٢	٢٢,٠٣٣
النقدية المستخدمة فى أنشطة الاستثمار	(٦٥,٦٨٨)	(٣٧,٣٨٤)	(٤٩,٨٨٥)
التدفقات النقدية من أنشطة التمويل			
صافى الحصيلة من إصدار أسهم	٥٣,٠٨٣	-	-
توزيعات الأرباح المدفوعة	(٤٩,٦٨٨)	(٤٣,٩٥٥)	(٤١,٣٤١)
ائتمان مقدم	٤٣,٠٠٠	٢١,٠٠٠	٣٣,٠٠٠
سداد ائتمان	(٤٣,٠٠٠)	(٥٤,٠٠٠)	(٤٤,٠٠٠)
حصيلة كمبيالات مستحقة	-	-	٤٩,٢٢٥
مدفوعات أقساط عقارات	(٨٤٣)	(٧٧٨)	(٥٩٤)
صافى الحصيلة من إصدار السندات	-	٥٤,٧٥٣	-
صافى الحصيلة من تنفيذ خيارات الأسهم	٨,٤٧٧	١٠٠	٤٩٦
النقدية المقدمة من (المستخدمة فى) أنشطة التمويل	١١,٠٣١	(٢٢,٨٨٠)	(٣,٢١٤)
صافى الزيادة فى النقود وأشباه النقود	٢٠,٠١٥	١,٧١٠	١٢١
النقود وأشباه النقود بداية السنة	٦,٤٢٦	٤,٧١٠	٤,٥٩٥
النقود وأشباه النقود نهاية السنة	$ ٢٦,٤٤١	$ ٦,٤٢٥	$ ٤,٧١٦
معلومات إضافية من التدفقات النقدية			
النقدية المدفوعة كفوائد	٢٥,٨٦٦	$ ٢٤,٠٠١	$ ١٨,٩٦٨

الرسم ٨ـ٢٦ قائمة التدفقات النقدية لشركة واشنطن رايت لعام ٢٠٠١

في تقييمنا للشركة استخدمنا معدل نمو قدره ٥,٥٪ . كان معدل النمو في انخفاض ، وخاصة خلال عام ٢٠٠٢ . ونحن نعتقد أن هذا المعدل يتمشى مع النمو المحتمل في أسواق العقارات ، وسوف يقدم لنا تقييمًا واقعيًا ومتحفظًا لسهم الشركة .

فترة العائد الإضافي : نحن نعتبر أن شركة واشنطن رايت تدار بطريقة جيدة ؛ لذا استخدمنا في تقييمنا فترة عائد إضافي قدرها ١٠ سنوات .

تقدير صافي ربح التشغيل : حسب القوة والأهمية ، تتمثل مصروفات التشغيل الخاصة بالشركة في : ضرائب دخل العقارات ، والمرافق ، والإصلاحات ، والصيانة ، وخدمات ، وتوريدات تشغيل ، وأتعاب الإدارة ، ومصروفات إدارية . لحساب الدخل من التشغيل أو الدخل المعدل من العقارات بالنسبة للشركة ، سوف نأخذ إجمالي الدخل من إيجار العقارات ، ونطرح منه إجمالي مصروفات العقارات والمصروفات العامة والإدارية . ولكي نصل إلى صافي هامش ربح التشغيل ، سوف نقسم الدخل المعدل من العقارات على إيرادات الإيجارات الخاصة بالعقارات . على مدى السنوات المالية الثلاث الماضية كان صافي هامش ربح التشغيل هو ٤٨,٧٪ في عام ١٩٩٩ ، ٤٩,١٪ في ٢٠٠٠ ، ٤٩,٥٪ في ٢٠٠١ بمتوسط قدره ٤٩,٠٩٪ . خلال الربع الثالث المنتهي في ٣٠ سبتمبر ، انخفض صافي هامش ربح التشغيل بدرجة طفيفة ليصل إلى ٤٨,٤٪ . ولقد استخدمنا متوسط الثلاث سنوات البالغ ٤٩,٠٩٨٪ في تقييمنا .

معدلات ضريبة الدخل : كما سبق أن ناقشنا ، فإن معدل ضريبة الدخل لذلك النوع من الشركات يساوي صفرًا .

الاستثمار الجديد والإهلاك : لزيادة معدل النمو ، تقوم الشركة بشراء وتجديد وبيع الممتلكات والمباني . وقد بلغ صافي عمليات الاستحواذ على العقارات والتحسينات ٧١,٥ مليون دولار ، ٤٢,٨ مليون دولار ، ٧٣,٢ مليون دولار في ١٩٩٩ ، ٢٠٠٠ ، ٢٠٠١ على التوالي ، بمتوسط استثمار قدره ٤٧,١١ ٪ من إيرادات إيجار العقارات . ولقد استخدمنا هذه النسبة ٤٧,١١٪ كمدخلات لمعدل الاستثمار . وكان متوسط نفقات الإهلاك ١٧,١١٪ سنويا من إيرادات إيجار العقارات على مدار السنوات الثلاث الماضية ، وهو ما استخدمناه كمدخل لمعدل الإهلاك .

رأس المال العامل المتراكم : غالبًا ما تستفيد صناديق استثمار العقارات من قاعدة أو أساس رأس المال العامل الإيجابى . ومن المتعارف عليه أن الأمر قد يتطلب ودائع تأمين ومدفوعات إيجار مقدمة . وقد تجاوزت حسابات القبض والإيجارات المقدمة وودائع التأمين الإيجارات وحسابات القبض الأخرى مبلغ ١٢,١ مليون دولار في عام ٢٠٠٠ ، ١٢,٥ مليون دولار فى عام ٢٠٠١ بمتوسط قدره ٨,٠٥ ٪ من إيرادات دخل العقارات . وكان القيد لرأس المال العامل هو ٨,٠٥ ٪ .

الأصول قصيرة الأجل : تسجل ميزانية الربع الثالث للشركة الأصول قصيرة الأجل ـ نقدية ، إيجارات، مقبوضات أخرى ومصروفات مسددة ـ بإجمالى ٤٩,٥ مليون دولار . وهو القيد للأصول قصيرة الأجل .

الالتزامات قصيرة الأجل : تسجل ميزانية الربع الثالث التزامات قصيرة الأجل ـ أى حسابات دفع وإيجارات مقدمة وودائع تأمين ـ بإجمالى قدره ٢٢,٥ مليون دولار وهو القيد بالنسبة للالتزامات طويلة الأجل .

سعر السهم : كان سعر إغلاق سهم الشركة فى ٢٠ ديسمبر ٢٠٠٢ ٢٥,٥٥ دولار .

الأسهم المتداولة : تسجل ميزانية الربع الثالث وجود ٣٩,٣٥٨ مليون سهم ، وهو المتوسط المرجح للأسهم على أساس مخفف فى ٣٠ سبتمبر ٢٠٠٢ .

إصدارات المديونية المتداولة : تظهر ميزانية الربع الثالث للشركة مبلغ ٢٦٥ مليون دولار فى كمبيالات مستحقة ، ٨٧,٢ مليون دولار فى كمبيالات مستحقة عن عقارات مرهونه ، ٥٣,٧ مليون دولار فى خط ائتمان مستحق . ونحن نفترض أن هذه الفئات الثلاثة إما مستحقة فى الأجل الطويل ، أو سوف يتم تحويلها إلى سندات طويلة الأجل بمعرفة الصندوق . وقد كان القيد بالنسبة لإصدارات المديونية المتداولة هو ٤٠٥,٩ مليون دولار .

الأسهم المميزة المتداولة : ليس لدى الشركة أية أسهم مميزة ، ولذلك فإن القيد يساوى صفرًا .

العائد على الأسهم المميزة : صفر .

المعدل الخالى من المخاطر . استخدمنا العائد على أذون الخزانة استحقاق ١٠ سنوات فى ٢٠ ديسمبر ٢٠٠٢ . وكان يساوى ٣,٩٦ ٪ .

الهامش بين العائد على السندات وعلى أوراق الخزانة الأمريكية : كانت مصروفات الفائدة ٢٧,٠٧١ مليون دولار بنسبة حوالى ٧,٥٤٪ على السندات المتداولة فى عام ٢٠٠١ . وكان متوسط معدل العائد على أذون الخزانة استحقاق ١٠ سنوات يقترب من ٥٪ خلال عام ٢٠٠١ ، لذلك كان تقديرنا للهامش بين السندات وأوراق الخزانة حوالى ٢,٥ ٪ هو القيد المستخدم فى تقييمنا .

معامل بيتا : وفقًا لمناقشتنا السابقة المتعلقة بمعامل بيتا الخاصة بصناديق استثمار العقارات ، فإن قيد معامل بيتا للشركة بلغ ٠,٨٠ .

علاوة مخاطر الأسهم : لقد استخدمنا نسبة ٣٪ فى تقييمنا .

تقييم شركة واشنطن رايت. سيناريو أساسى

٥,٥٪ معدل نمو ، ٣,٩٦ ٪ معدل فائدة ، القيمة - ٢٤,٠٤ دولارًا

تظهر نتائج التقييم الأساسى من خلال شاشة المدخلات الرئيسية لبرنامج ValuePro (الرسم ٨ - ٢٧) والتى تظهر أن المتوسط مرجح لرأس المال العامل للشركة قدره ٦,٣٩ ٪ . فى هذا السيناريو . تبلغ القيمة الحقيقية لسهم الشركة ٢٤,٠٤ دولار - أى ٦٪ أقل من سعر إغلاق السهم فى ٢٠ ديسمبر ٢٠٠٢ حيث بلغ ٢٥,٥٥ دولار .

تقييم شركة واشنطن رايت. سيناريو معدل فائدة أعلى :

معدل نمو قدره ٥,٥ ٪ ، معدل فائدة متزايد سنوى بمقدار ٠,٢٥ ٪ ،

القيمة - ١٦,٨٥ دولار .

بالطبع شعرنا بالاطمئنان تجاه معدل نمو وصافى هامش أرباح التشغيل الخاصة بالشركة . لكن ما يجعلنا نشعر بالقلق تجاه هذا السيناريو هو تأثير معدلات الفائدة المتزايدة على سعر سهم الشركة . وفى تاريخ هذا التقييم ، كانت معدلات الفائدة عند مستويات منخفضة تاريخيًا . فى حالة عدم وجود انكماش عام وطويل ، مثل الذى حدث فى اليابان خلال التسعينات وحتى ٢٠٠٠ ، فإننا نعتقد أن أسعار الفائدة سوف ترتفع بدرجة كبيرة عن مستوياتها الحالية .

برنامج ValuePro 2002
شاشة الإدخال العامة
القيمة الحقيقية للسهم ٢٤,٠٤ دولار
مدخلات عامة

رمز الشركة ... WashREIT

البند	القيمة	البند	القيمة
فترة العائد الإضافى (بالسنوات)	١٠	معدل الإهلاك (٪ من الإيرادات)	١٧,١١
إيرادات (بالمليون دولار)	١٤٨,٤	معدل الاستثمار (٪ من الإيرادات)	٤٧,١١
معدل النمو (٪)	٥,٥٠	رأس المال العامل (٪ من الإيرادات)	٨,٠٥-
صافى هامش ربح التشغيل (٪)	٤٩,٠٩	الأصول قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٤٩,٥
معدل الضريبة (٪)	٠,٠٠	الالتزامات قصيرة الأجل (بالمليون دولار)	٢٢,٥
سعر السهم (بالدولار)	٢٥,٥٥	علاوة مخاطر الأسهم (٪)	٣,٠٠
عدد الأسهم المتداولة (بالمليون)	٣٩,٣٥٨	معامل بيتا للشركة	٠,٨٠
عائد أذون الخزانة لعشر سنوات (٪)	٣,٩٦	قيمة السندات القائمة (بالمليون دولار)	٤٠٥,٩
نسبة ش بين السندات والأذون (٪)	٢,٥٠	قيمة الأسهم المميزة القائمة (بالمليون دولار)	٠
عائد الأسهم المميزة (٪)	٠,٠٠	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (٪)	٦,٣٩

الرسم ٨ ـ ٢٧ شاشة إدخال رئيسية لشركة واشنطن رايت ـ سيناريو أساسى

لنفترض أن معدلات الفائدة فى الأجل الطويل سوف تزداد بمعدل ربع بالمائة سنويًا على مدار السنوات الخمس القادمة . كيف تؤثر هذه التحركات فى سعر الفائدة فى القيمة الحقيقية لسهم الشركة ؟ سوف نستخدم شاشة الإدخال المعدل للتعامل مع هذا الافتراض . فى عمود المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال فى شاشة الإدخال المعدل (الرسم ٨ ـ ٢٨) قمنا بزيادة القيمة بمعدل ربع بالمائة سنويًا على مدى فترة خمس سنوات من ٦,٣٩ ٪ فى العام الأول إلى ٦,٦٤ ٪ فى العام الثانى ٠٠٠٠ ثم ٧,٦٤ ٪ فى الأعوام من ٦ إلى ١٠ ــ أى بزيادة إجمالية فى أسعار الفائدة قدرها ١,٢٥ ٪ .

مع بقاء المدخلات الأخرى كما هى ، نجد القيمة الحقيقية الجديدة أصبحت ١٦,٨٥ دولار . كما أن التدفقات النقدية المرتبطة بهذا السيناريو معروضة فى شاشة Prp Forma المعدلة (الرسم ٨ ـ ٢٩) .

سهم صندوق شركة واشنطن رايت - شراء ؟ أم بيع ؟ أم احتفاظ ؟

خلال تقييم الشركة ، نظرنا إلى اثنين من السيناريوهات . كانت نسبة النمو في السيناريو الأساسي هي ٥,٥ ٪ ، ومعدل العائد على أذون الخزانة استحقاق ١٠ سنوات هو ٣,٩٦ ٪ ، وكذلك كان المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ٦,٣٩ ٪ ، وأدى ذلك إلى قيمة حقيقية قدرها ٢٤,٠٤ دولار . افترض السيناريو الثاني كل مدخلات السيناريو الأساسي مع وجود زيادة في معدلات الفائدة قدرها ربع بالمائة سنويًا على مدى فترات خمس سنوات . وقد ازداد المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة من ٦,٣٩ ٪ في العام الأول إلى ٧,٦٤ ٪ في الأعوام من ٦ إلى ١٠ ، وهكذا هبطت القيمة الحقيقية للسهم إلى ١٦,٨٥ ٪ . وهكذا أدت تحركات صغيرة نسبيا في أسعار الفائدة إلى انخفاض سعر السهم الحقيقي للشركة بمقدار ٧,٤٣ دولار أو بنسبة ٣٠٪ .

برنامج ValuePro 2002
شاشة إدخال بيانات معدلة
واشنطن رايت
القيمة الحقيقية للسهم ١٦,٨٥ دولار

الفترة	١٢ شهراً تنتهي في	معدل النمو	صافي ربح التشغيل	معدل الضريبة	معدل الاستثمار	معدل الإهلاك	رأس المال العامل	تكلفة رأس المال المرجح
٠	١ / ١٢ / ٢٠٠٣							
١	١ / ١٢ / ٢٠٠٤	٥,٥٠	٤٩,٠٩	٠,٠٠	٤٧,١١	١٧,١١	٨,٠٥-	٦,٣٩
٢	١ / ١٢ / ٢٠٠٥	٥,٥٠	٤٩,٠٩	٠,٠٠	٤٧,١١	١٧,١١	٨,٠٥-	٦,٦٤
٣	١ / ١٢ / ٢٠٠٦	٥,٥٠	٤٩,٠٩	٠,٠٠	٤٧,١١	١٧,١١	٨,٠٥-	٦,٨٩
٤	١ / ١٢ / ٢٠٠٧	٥,٥٠	٤٩,٠٩	٠,٠٠	٤٧,١١	١٧,١١	٨,٠٥-	٧,١٤
٥	١ / ١٢ / ٢٠٠٨	٥,٥٠	٤٩,٠٩	٠,٠٠	٤٧,١١	١٧,١١	٨,٠٥-	٧,٣٩
٦	١ / ١٢ / ٢٠٠٩	٥,٥٠	٤٩,٠٩	٠,٠٠	٤٧,١١	١٧,١١	٨,٠٥-	٧,٦٤
٧	١ / ١٢ / ٢٠١٠	٥,٥٠	٤٩,٠٩	٠,٠٠	٤٧,١١	١٧,١١	٨,٠٥-	٧,٦٤
٨	١ / ١٢ / ٢٠١١	٥,٥٠	٤٩,٠٩	٠,٠٠	٤٧,١١	١٧,١١	٨,٠٥-	٧,٦٤
٩	١ / ١٢ / ٢٠١٢	٥,٥٠	٤٩,٠٩	٠,٠٠	٤٧,١١	١٧,١١	٨,٠٥-	٧,٦٤
١٠	١ / ١٢ / ٢٠١٣	٥,٥٠	٤٩,٠٩	٠,٠٠	٤٧,١١	١٧,١١	٨,٠٥-	٧,٦٤
فرق النتائج								٧,٦٤

الرسم ٨ ـ ٢٨ شاشة إدخال معدلة لشركة واشنطن رايت - سيناريو معدل نمو مرتفع

تعد شركة واشنطن رايت أحد صناديق الاستثمار فى العقارات التى تدار بطريقة جيدة جدًا ، ولها صافى هامش ربح تشغيل ثابت ، ومعدل نمو جيد . ومع ذلك ، كان اعتقادنا أن المخاطر المتعلقة بجانب الهبوط للسهم أكبر من توقع أو احتمال الصعود . على الرغم من أن سعر السهم والبالغ ٢٥,٢٥ لا يعتبر مغالى فيه بدرجة كبيرة فى تاريخ إجراء هذا التقييم ، إلا أننا نوصى توصية بسيطة ببيع السهم .

برنامج ValuePro 2002
شاشة البيانات العامة
فائض العوائد خلال ١٠ سنوات
واشنطن رايت

فترة فائض العوائد	$ ٢٦٢	إجمالي قيمة الشركة	$ ١,٠٩١
القيمة التتابعية	$ ٧٨٠	ديون أقل	($ ٤٠٦)
أصول قصيرة الأجل	$ ٤٩,٥	أسهم عادية	$ ٠
إجمالي قيمة الشركة	$ ١,٠٩١	خصوم قصيرة الأجل	($ ٢٢)
		إجمالي القيمة إلى حقوق الملكية بالشركة	$ ٦٦٣
		القيمة الحقيقية للأسهم	$١٦,٨٥

(٢) نهاية السنة	(٣) الإيرادات	(٤) صافى ربح التشغيل	(٥) الضرائب	(٦) صافى الربح بعد دفع الضرائب	(٧) الاستثمارات	(٨) الهالك	(٩) التغير فى الاستثمارات	(١٠) التغير فى رأس المال العامل	(١١) التدفقات النقدية الحرة	(١٢) عامل الخصم	(١٣) التدفقات النقدية الحرة المخصومة
١ / ١٢ / ٢٠٠٣	١٤٨										
١ / ١٢ / ٢٠٠٤	١٥٧	٧٧		٧٧	٧٤	٢٧	٤٧	١-	٣١	٠,٩٣٩٩	٢٩
١ / ١٢ / ٢٠٠٥	١٦٥	٨١		٨١	٧٨	٢٨	٥٠	١-	٣٢	٠,٨٧٩٣	٢٨
١ / ١٢ / ٢٠٠٦	١٧٤	٨٦		٨٦	٨٢	٣٠	٥٢	١-	٣٤	٠,٨١٨٨	٢٨
١ / ١٢ / ٢٠٠٧	١٨٤	٩٠		٩٠	٨٧	٣١	٥٥	١-	٣٦	٠,٧٥٨٩	٢٧
١ / ١٢ / ٢٠٠٨	١٩٤	٩٥		٩٥	٩١	٣٣	٥٨	١-	٣٨	٠,٧٠٠١	٢٦
١ / ١٢ / ٢٠٠٩	٢٠٥	١٠٠		١٠٠	٩٦	٣٥	٦١	١-	٤٠	٠,٦٤٢٩	٢٦
١ / ١٢ / ٢٠١٠	٢١٦	١٠٦		١٠٦	١٠٢	٣٧	٦٥	١-	٤٢	٠,٥٩٧٣	٢٥
١ / ١٢ / ٢٠١١	٢٢٨	١١٢		١١٢	١٠٧	٣٩	٦٨	١-	٤٤	٠,٥٥٤٩	٢٥
١ / ١٢ / ٢٠١٢	٢٤٠	١١٨		١١٨	١١٣	٤١	٧٢	١-	٤٧	٠,٥١٥٥	٢٤
١ / ١٢ / ٢٠١٣	٢٥٣	١٢٤		١٢٤	١١٩	٤٣	٧٦	١-	٤٩	٠,٤٧٨٩	٢٤
	٢٥٣	١٢٤		١٢٤	٤٣	٤٣	٠	٠	١٦٢٩	٠,٤٧٨٩	٧٨٠

الرسم ٨-٢٩ شاشة Pro Forma معدلة لشركة واشنطن رايت ـ سيناريو سعر فائدة أعلى

الخلاصة

وضعنا فى هذا الفصل المبادئ العشرة وكل أجزاء التقييم معًا لتقييم أسهم ثلاث شركات مالية وأحد صناديق استثمار العقارات . وعندما قمنا بتقييم مجموعة سيتى جروب ، نظرنا عن قرب إلى العلاقة بين معدلات النمو وقيمة السهم . وقد لاحظنا أن المحللين فى وول ستريت يمليون إلى التفاؤل ، وأكدنا على أن تقديرات نموهم قد يكون من الصعب المحافظة عليها فى الأجل الطويل . عند تخفيض معدل النمو الذى تنبأ به المحللون من ١٤,٥٥ ٪ إلى ٥٪ وهو التقدير الأكثر تحفظًا ، كانت القيمة الحقيقية لمجموعة سيتى جروب لا تزال أعلى بكثير من سعر السوق الحالى للسهم . وكانت نسبة القيمة إلى السعر وقدرها ١,٢٧ هى المبدأ الذى وضعنا عليه توصية قوية بالشراء .

عند تقييم ميريل لينش ، ركزنا على مجالين من الاهتمام . عند معدل نمو قدره ١٣٪ اعتقدنا أن تقديرات النمو كانت مرتفعة للغاية . كما اعتقدنا أيضًا أن صافى هوامش أرباح التشغيل لشركة ميريل لينش كانت منخفضة أيضًا ، ويرجع السبب أساسًا إلى هجمات ١١ سبتمبر وانفجار فقاعة شركات التكنولوجيا . كما ألقينا نظرة على سيناريو ثان بنمو منخفض وسيناريو ثالث بنمو وصافى هامش ربح التشغيل متزايد ، وفى كل حالة وجدنا أن القيم الحقيقية لشركة ميريل لينش تجاوزت السعر الحالى وهو ٤٠,١٣ دولار . لذا رأينا أن شراء سهم ميريل لينش شىء مستحسن نتيجة التغير فى التشغيل ، وبالتالى كانت توصياتنا الخاصة بسهم ميريل لينش هى الشراء .

تعتبر شركة بيركشاير شركة رائعة . ولقد قمنا بتقييمها اعتمادا على معدلات النمو المتوقعة من قبل المحللين ، وهى ١١٪ ووجدنا أن القيمة هى ٧٠,٣٣٠ دولار . فى السيناريو الثانى ، عندما ازداد معدل صافى هامش ربح التشغيل إلى مستويات ما قبل هجمات ١١ سبتمبر وازدادت أسعار الفائدة بنسبة ١٪ ، ارتفعت قيمة السهم إلى ما يزيد عن ٨٠٠٠٠ دولار . عندما خفضنا معدل النمو إلى ٧٪ ، هبطت قيمة سهم الشركة إلى ٦٣٠٠٠ دولار . لذا نعتقد أنه بسعر السوق الحالى وقدره ٧٢٠٠٠ دولار ،

فإن سهم شركة بيركشاير يتم تقييمه على نحو سليم وملائم وكانت توصياتنا هى الاحتفاظ .

كان آخر تقييم لنا هو أحد صناديق الاستثمار فى العقارات ذات حصة رأس مال صغيرة فى السوق ، وهى شركة واشنطن رايت . كانت التقديرات لمعدل النمو للصندوق معقولة عند ٥,٥٪ ، وكانت نسب صافى هامش ربح التشغيل مستقرة . كانت القيمة الحقيقية للتقييم الأساسى ٢٤,٠٤ دولار وكان سعر السهم عند ٢٥,٥٥ دولار ونتج عن ذلك نسبة تقييم قدرها ٠,٩٤ وتشير نسبة التقييم الأقل من ١,٠٠ إلى أن السهم يتم تقييمه بأعلى من قيمته . إذا ارتفعت أسعار الفائدة ، ما الذى سوف يحدث لقيمة سهم شركة واشنطن رايت ؟ عندما فحصنا أحد النماذج والذى فيه ارتفعت أسعار الفائدة بواقع ربع فى المائة سنويًا على مدى فترة خمس سنوات ، هبطت القيمة الحقيقية لسهم الشركة بنسبة ٣٠ ٪ لتصل إلى ١٦,٨٥ دولار . وعلى الرغم من أن شركة واشنطن رايت تدار بطريقة جيدة ، فإننا نعتقد أن سعر السهم البالغ ٢٥,٥٥ دولار مغالى فيه ، وأن مخاطر الهبوط تفوق احتمالات الصعود ، وبالتالى كانت توصيتنا له هى البيع بشكل ضعيف .

نأمل أن تكون قد استمتعت بهذا الكتاب ، ووجدته مفيدًا فى تطوير أسلوب الاستثمار الخاص بك . نتمنى لك حظًا سعيدًا !

ملاحظات

١. " أسواث داموداران " ، Investnent Valuation دار نشر جون ويلى آند سونز ١٩٩٦ ، صفحة ٤٧٦ .

القاموس

التوقع المستقبلى ـ افتراض التحرك العشوائي : توقعات لما سيكون عليه الأداء المالى لإحدى الشركات فى المستقبل . وهى نظرية تقول بأن تحركات سعر أحد الاستثمارات لا تتبع أى نمط أو اتجاه بمرور الوقت ، وأن تحركات السعر فى الماضى ليس لها تأثير على تحركات السعر فى المستقبل .

المطالبات التى تأتى فى المرتبة الأولى : أعلى مستوى من الحقوق المالية التى تصدرها الشركة . ويستخدم مستوى الأهمية لتحديد أولوية المطالبات على الأصول فى حالة التصفية . ويتم سداد هذه المطالبات قبل سداد أية مطالبات تقل عنها فى الأهمية . وتعتبر السندات والأسهم المميزة ذات أهمية أعلى من الأسهم العادية .

تغطية المراكز المكشوفة : موقف فيه يجبر الارتفاع فى أسعار الأسهم المستثمرين الذين باعوا على المكشوف شراء الأسهم لتغطية مراكزهم المكشوفة والحد من خسائرهم . ومع استمرار ارتفاع سعر الأسهم ،

يشعر المزيد من البائعين الذين لديهم مراكز مكشوفة بالحاجة إلى تغطية مراكزهم .

Valuepro 2002 : هو برنامج سهل الاستخدام لتقييم الأسهم ، والذى يطبق أسلوب التدفقات النقدية المخصومة .

الأرباح : هى صافى الدخل .

الأرباح المخففة لكل سهم : هى الأرباح لكل سهم المعدلة بكل المطالبات الخاصة بحقوق الملكية على الأرباح . تعتبر الأرباح المخففة لكل سهم أقل من الأرباح الأساسية لكل سهم ؛ لأنها تأخذ فى الاعتبار الأسهم العادية المخففة من الأوراق المالية المعقدة مثل السندات القابلة للتحويل وخيارات الأسهم .

الأرباح قبل الفائدة والضرائب : هو الدخل الذى تحققه الشركة قبل سداد الفوائد على المديونية وضرائب الدخل .

الأرباح قبل الفوائد ، ولكن بعد الضرائب : هى نفسها تعريف الأرباح قبل الفائدة والضرائب ، ولكن مطروحاً منها مدفوعات ضرائب الدخل .

الأرباح لكل سهم : هى أرباح الشركة مقسومة على عدد الأسهم المتداولة .

استراتيجية التعامل على أسهم النمو : هو أحد الأساليب الفنية للتعامل ، والذى يتضمن شراء أحد الاسهم لأن الاتجاه فى سعر السهم يكون فى صعود ، أو بيع أحد الأسهم لأن اتجاه سعر السهم يكون فى هبوط .

أسلوب التدفقات النقدية المخصومة : نموذج تقييم يعتمد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة .

أسلوب القيمة النسبية : هو تقييم إحدى الشركات مقارنة بالشركات الأخرى داخل نفس الصناعة على أساس الحجم والأرباح والخصائص الأخرى . وتشمل مقاييس القيمة النسبية الشائعة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ، والسعر إلى الأرباح ، والسعر إلى التدفقات النقدية ، والسعر إلى المبيعات .

الأسهم الدفاعية : هى الأسهم التى تقدم الخدمات الضرورية مثل مرفق الكهرباء ، والغاز ، والأشياء الضرورية ، مثل الأطعمة ، أو السلع الرئيسية مثل المشروبات . وبسبب طبيعة هذه المنتجات تقدم أسهم

هـذه الشـركات درجـة مـن الاسـتقرار خـلال فـترات الهبـوط الاقتصادى .

الأسهم العادية : هى ملكية الأسـهم فى إحدى المؤسسات . هناك خاصيتان مهمتان تتعلقان بالأسـهم العاديـة ، وهـى أن حملـة هـذه الأسـهم يتمتعون بالمطالبـة بأصـول الشـركة (بعـد حملـة السـندات وحملـة الأسـهم المميزة) كما أنهم عرضة لمسئولية محدودة .

الأسهم القائمة أو المتداولة : إجمالى عدد الأسهم التى أصدرتها الشركة والتى يتم سحبها أو إعادة شرائها .

الأسهم المميزة : حق المطالبة بالملكية على أصول الشركة ، وتأتى قبل حق ملكية حملة الأسهم العادية ، ولكنها تكون تالية لحملة السندات . عادة ما تكون أسهم ، ولكنها تحمل خصائص كل من السندات والأسهم . وتدفع الأسهم المميزة توزيعات أرباح دورية لحملة الأسهم المميزة . ومع ذلك ، على خلاف مدفوعات السندات ، لا تعتبر المدفوعات فى شكل توزيعات أرباح على الأسـهم المميـزة ملزمـة قانونيًا . ويمكـن لمجلـس الإدارة عـدم تقديم توزيعات أرباح خلال الأوقات الصعبة التى تمر بها الشركة .

الأسهم الموسمية : الشركات أو الصناعات التى يرتبط أداؤها المالى (إيرادات أو عوائد) بتقلبات السوق ، على سبيل المثال : صناعة السيارات والصلب والأسمنت .

أسهم النمو : أسهم الشركات التى تعمـل فـى صـناعات توسـعية . حيـث يتوقع أن تكون الزيادة فـى الأربـاح علـى الإيـرادات كـبيرة (مـثلا ١٥٪ أو أكثر) .

الأسهم ذات القيمة العادلة : هو سعر السـهم الـذى يسـاوى القيمـة الحقيقـة لهذا السهم .

أسهم مقيمة بأقل من قيمتها : أى سهم تكون قيمته السوقية أقـل مـن قيمتـه الحقيقية .

أشباه الأسهم العادية : الأسـهم العاديـة بالإضـافة إلى الأوراق الماليـة للشـركة القابلة للتحويل الى أسـهم عادية .

الأصدار الأول : تداول إصدارات الشركات من الأسـهم العادية لأول مرة .

الانحراف المعيارى : مقياس إحصائى يساوى مربع جذر الاخـتلاف ، وهـو يقيس انتشار عينة البيانات حول المتوسـط . تنطوى الورقـة الماليـة

ذات انحراف معيارى مرتفع على مخاطر ، وذلك بسبب المدى الكبير للعوائد المحتملة التى يمكن أن يتوقعها المستثمر .

الاندماج : عملية ضم شركتين تقوم فيها إحدى الشركات باستيعاب أصول والتزامات الشركة الأخرى بالكامل .

الإهلاك : التخصيص الدورى لتكلفة الأراضى والمصانع والمعدات على مدى العمر الذى يحقق خلاله الأصل إيرادات . ويعتبر الإهلاك مصروفاً غير نقدى ، ولا يمثل تدفقات نقدية خارجة .

الأوراق المالية الزائدة القابلة للتسويق : هى الأوراق القابلة للتسويق والمحتفظ بها لدى الشركة لأغراض الاستثمار ، ولا تتضمن أسهم خزينة الشركة المصدرة .

الإيرادات من المبيعات : صافى المبيعات التى حققتها عمليات الشركة .

برنامج إعادة الشراء : برنامج تقوم الشركة بموجبه بشراء أسهمها من خلال السوق الثانوى .

البيع على المكشوف : اقتراض ورقة مالية من أحد السماسرة وبيعها بسعر السوق الحالى ، مع إدراك أن هذه الورقة يجب شراؤها فيما بعد (على أمل عرضها بسعر أقل) وإعادتها للمقرض .

تأثير العميل : ميل المستثمرين إلى شراء سهم إحدى الشركات على أساس سياسة توزيعات أرباح هذا السهم (يشترى المستثمرون الذين يرغبون فى دخل جار يمكن التنبؤ به أسهمًا ذات توزيعات أرباح مرتفعة (مثل شركة أديسون) فى حين أن الذين يرغبون فى النمو ، يقومون بشراء أسهمًا تقدم القليل من التوزيعات ، أو لا تقدم توزيعات على الإطلاق (مثلا شركة إنتل) .

التحليل الأساسى : هو تحليل الأوراق المالية الذى يتضمن كل المعلومات المتاحة والمتعلقة بإحدى الشركات بما فيها الأسعار التاريخية ، وبيانات الصناعة ، وأداء السوق ككل .

التحليل الفنى : تحليل بيانات السوق (أسعار الأسهم ، الحجم ، العلاقات ، ...... إلخ) فى محاولة للتنبؤ بتحركات السعر فى المستقبل لإحدى الأوراق المالية على أساس الاتجاهات التاريخية للسوق . يشمل التحليل الفنى تحليل الخرائط البيانية ، وحركة

المتوسطات ، وقياس نقاط الدعم والمقاومة ، ومقاييس أخرى عديدة ذات علاقات تاريخية .

التدفقات النقدية الحرة : تساوى التدفقات النقدية الداخلة مطروحًا منها التدفقات النقدية الخارجية .

التدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية : تساوى التدفقات النقدية الحرة مطروحًا منها مصروفات الفوائد .

التدفقات النقدية الحرة للشركة : هى التدفقات النقدية الحرة المتاحة لجميع حملة الأسهم بعد الوفاء بالالتزامات الخاصة بالمصروفات الرأسمالية .

التدفقات النقدية الخارجة : صافى مبالغ النقدية المتدفقة خارج الشركة (مثل المصروفات نتيجة للعمليات المستمرة للنشاط) .

التدفقات النقدية الداخلة : صافى مبالغ النقدية المتدفقة أو الداخلة إلى الشركة (مثل الإيرادات) نتيجة لعمليات النشاط المستمرة .

التزام عارض : هو التزام أو مطالبة تعتمد قيمتها على قيمة أصل آخر ، أو على حدوث حدث معين .

التقلبات : المعدل النسبى الذى يتحرك به سعر إحدى الأوراق المالية أو المؤشرات لأعلى أو لأسفل ، ويحدد عن طريق الانحراف المعيارى السنوى للتغير اليومى فى السعر .

تقلبات السعر : المعدل النسبى الذى يتحرك من خلاله سعر إحدى الأوراق المالية إلى أعلى أو أسفل ، كما هو محدد من خلال الانحراف المعيارى السنوى للتغيرات اليومية فى السعر .

تكلفة إصدارات المديونية قبل الضرائب : هى سعر الفائدة الاسمى على أحد إصدارات المديونية ولا يتضمن الرقم المزايا الضريبية الخاصة بمصروفات الفائدة على إصدار المديونة .

تكلفة المديونية بعد الضرائب : تكلفة المديونية المعدلة بالضرائب ، معدل الفائدة الاسمية المعدل بالمزايا الضريبية لمدفوعات الفائدة . والمعادلة هى (١ ـ معدل الضريبة) × (معدل الفائدة الاسمية) .

تنويع المحفظة : توزيع حيازات المستثمر من الاستثمارات على صناعات واستراتيجيات متعددة أو شركات متعددة للتقليل والحد من المخاطر التى تتعرض لها الشركة والمرتبطة بإحدى محافظ الاستثمار .

توزيعات الأرباح : مدفوعات نقدية أو فى شكل أسهم تقوم بها الشركة لحملة الأسهم .

حسابات أوراق الدفع : المبالغ التى تدين بها الشركة لموردى السلع والخدمات المشتراة بالآجل ، عادة ما تتراوح التزامات السداد فيما بين من ثلاثين إلى تسعين يومًا .

حسابات أوراق القبض : المبالغ المستحقة من العملاء مقابل السلع والخدمات المباعة بالأجل ، عادة ما يتم إعطاء خصم للسداد فى الميعاد (مثلاً خلال عشرة أيام) .

حصة رأس المال فى السوق : إجمالى القيمة السوقية للسندات أو إصدارات المديونية المتداولة وحقوق ملكية إحدى الشركات .

الخصم : عملية حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة . لكى تقوم بعملية الخصم يعنى أن تضرب الرقم فى أقل من (١) .

دخل الشركة : الدخل من العمليات المستمرة قبل سداد ضريبة الدخل ومصروفات الفوائد .

رأس المال العامل : حساب أوراق القبض بالإضافة إلى المخزون مطروحًا منه حسابات أوراق الدفع . وتتمثل أهمية رأس المال العامل فى دعم الأنشطة التى تحقق إيرادات للشركة .

الرافعة المالية : استخدام التمويل من خلال المديونية فى هيكل رأس مال الشركة .

السعر الحالى للسهم : آخر مستوى للسعر تم التعامل به على أحد استثمارات حقوق الملكية ، ويتم تحديده من خلال السوق المالى الذى تم فيه التعامل على الورقة المالية .

السنة المالية : السنة المحاسبية التى تتماشى مع دورة التشغيل التى تعلن فيها إحدى الشركات قوائمها المالية الدورية .

السندات : أحد الأوراق المالية التى يصدرها أحد المقترضين ، والتى تمثل التزامًا أو علاقة تعاقدية على سداد مبلغ معين فى تاريخ معين فى المستقبل عادة مع سداد مبلغ فائدة دورية .

سهم ذو قيمة كاملة : هو سهم يعبر سعره عن القيمة الحقيقية للسهم . تصبح الشركات ذات النمو المرتفع أسهمًا ذات قيمة كاملة عندما

يتم تضمين توقعات النمو فى المستقبل والفرص المستقبلية فى سعر الأسهم ، ويكون هناك ارتفاع إضافى محدود .

سهم متوسط المخاطر : سهم له معامل بيتا يساوى ١ ، وهو أحد الإصدارات التى تتحرك مع السوق .

سهم مقيَّم بقيمة أعلى من قيمته : سهم سعره أعلى من قيمته الحقيقية .

السوق الثانوية : الأسواق التى يتم فيها التعامل على الأوراق المالية بعد الإصدار الأول لها . تعتبر بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية وبورصة ناسداك أسواقًا ثانوية .

السوق الضعيفة غير النشطة : اتجاه هبوطى طويل الأجل فى أسعار الأوراق المالية . يعرف هذا حاليًا بأنه انخفاض بنسبة ٠,٢ ٪ أو أكثر على مدى فترة طويلة من الوقت . حدثت أسوأ فترة سوق غير نشطة خلال الخمسين سنة الماضية .

سوق رأس المال الكفء : هو السوق الذى لا يقدم فيه التباين والاختلاف فى المعلومات فرصًا لتحقيق الربح ، وهو السوق الذى سرعان ما يتم فيه ترجمة المعلومات الجديدة بحيث تظهر انعكاساتها على قيمة الأسهم .

السيطرة : عملية التحكم فى إحدى المؤسسات من خلال عرض نقدى أو أسهم .

الشراء من خلال الرفعة المالية : عملية شراء تمول عن طريق نسبة كبيرة من الديون وتكون مضمونة عن طريق أصول الشركة .

صافى الاستثمار : الاستثمار الجديد مطروحاً منه الإهلاك .

صافى التغيير فى رأس المال العامل : الاختلاف فى رأس المال العامل من فترة إلى أخرى .

صافى القيمة الحالية : القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية مطروحًا منها التكلفة الأولية للشركة أو المشروع .

صافى دخل التشغيل : الدخل من العمليات المستمرة قبل سداد الفوائد وضرائب الدخل .

صافى ربح التشغيل : انظر صافى دخل التشغيل .

صافى ربح التشغيل بعد الضرائب : دخل التشغيل قبل سداد الفوائد على المديونية وضرائب الدخل . وتستخدم لحساب التدفقات النقدية

للشركة ، يسعى أسلوب القياس إلى استبعاد المزايا الضريبية للتمويل من إصدارات المديونية فى قياس الربح .

صافى هامش ربح التشغيل : صافى ربح التشغيل لكل دولار أمريكى من المبيعات (صافى ربح التشغيل مقسومًا على الإيرادات) .

صندوق التغطية : إحدى شركات الاستثمار المتقدمة والتى تقوم باقتراض الأموال وشراء الأصول المالية ، وفى نفس الوقت تقوم بتغطية المخاطر المرتبطة بحيازة الأصول من خلال بيع التزامات تغطية مساوية .

العائد : معدل النسبة المئوية المحقق على إحدى الأوراق المالية الخاصة بأحد أصول الاستثمار .

العائد المتوقع : العائد الذى يتوقع أحد المستثمرين تحقيقه عند مستوى مخاطر معين .

العائد المتوقع للسوق Rn : العائد المتوقع على المؤشر المرجعى للسوق (مثلا إس آند بى ٥٠٠) لفترة محددوة . غالبًا ما تستخدم البيانات التاريخية لتقدير هذا المتغير .

العائد لحملة السهم : العائد المدفوع لحملة السهم فى شكل زيادة رأسمالية وتوزيعات أرباح خلال فترة حيازة السهم .

العلاوة : المبلغ الزائد عن القيمة الاسمية والذى تباع به الورقة المالية .

علاوة مخاطر السوق : الفرق بين العائد المتوقع على محفظة السوق (عادة ما يكون العائد التاريخى على مؤشر إس آند بى ٥٠٠) ومعدل العائد الخالى من المخاطر .

الفائدة المركبة أو عملية التراكم : عملية تراكم قيمة الوقت للنقود بمرور الوقت . على سبيل المثال ، يعنى تراكم مدفوعات الفائدة أن المستثمر الذى يحقق فائدة خلال فترة واحدة سوف يحقق فائدة إضافية خلال الفترة التالية بسبب إعادة استثمار الفائدة فى كل فترة .

فترة العائد الإضافى : عدد السنوات التى تتوقع فيها الشركة تحقيق عائد على الاستثمار التراكم يزيد عن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال .

فترة الميزة التنافسية : انظر فترة العائد الإضافى .

القيمة الاسمية : المبلغ الاسمى المخصص لإحدى الأوراق المالية بمعرفة الشركة المصدرة . القيمة الاسمية للسهم عامة ما تكون ١ سنت أو ١ دولار أمريكى ، وليس لها علاقة بسعر السوق النهائى ، أو القيمة الدفترية للإصدار . القيمة الاسمية للسندات عامة ما تكون ١٠٠٠ دولار أمريكى .

القيمة الحالية : قيمة المدفوعات المستقبلية مخصومة بقيمة اليوم لتتضمن المخاطر وقيمة الوقت بالنسبة للنقود .

القيمة الحقيقة للسهم : قيمة المواد الخام للشركة والعمل الذى يتم وفائض البضاعة تامة الصنع والتى لم تستخدم ، أو يتم بيعها خلال عملية التشغيل العادية .

القيمة الدفترية : القيمة المحاسبية أو المسجلة فى دفاتر الشركة لإحدى الأوراق المالية التى تصدرها الشركة .

القيمة الدفترية لكل سهم : حصة حقوق ملكية حملة الأسهم من الأسهم العادية مقسومة على عدد الأسهم المتداولة . وتعتبر القيمة الدفترية لكل سهم تقدير لحصة الأسهم التى يمتلكها كل سهم فى إحدى المنشآت .

قيمة الشركة : القيمة الإجمالية المقدرة بالدولار لأى شركة عادة ما تتحدد من خلال نماذج التسعير وعملية التثمين .

القيمة المتبقية : القيمة المتبقية للشركة فيما بعد فترة العائد الإضافى يتم حسابها عن طريق قسمة صافى ربح التشغيل بعد الضرائب على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال .

القيمة إلى حقوق ملكية الأسهم : تساوى القيمة الكلية للشركة مطروحًا منها المطالبات ذات الأولوية ، أى القيمة السوقية الحالية لجميع الأسهم العادية .

مؤشر إس آند بى ٥٠٠ : مؤشر للقيمة السوقية المرجحة لعدد ٥٠٠ سهم ، والذى يمثل ما يزيد عن ٨ تريليون دولار أمريكى من حصة رأس المال فى السوق فى أسواق حقوق الملكية الأمريكية .

مؤشر داو جونز للشركات الصناعية : مؤشر مرجح لأسعار الأسهم يتكون من أسهم ثلاثين شركة صناعية من شركات بورصة نيويورك .

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال : المتوسط المرجح لتكلفة التمويل لأحد الشركات .

المخاطر : تغير غير متوقع أو مفاجئ فى عوائد الاستثمار على مدى فترة من الوقت وتقاس بتقلب العوائد .

المخاطر النظامية : وهي تلك المخاطر التي لا يمكن تنويعها من خلال حيازة محفظة من الأوراق المالية ، وتقاس من خلال معامل بيتا للشركة .

المخاطر غير النظامية : أية مخاطر مرتبطة بإحدى الأوراق المالية ، والتى يمكن تفاديها من خلال حيازة محفظة من الأوراق المالية المتنوعة .

مصروفات رأس المال العامل المتراكم : التغير فى رأس المال العامل من فترة إلى أخرى .

معامل الخصم : المضاعف المستخدم لتحويل التدفقات النقدية المتوقعة فى المستقبل إلى دولارات حالية .

معامل ألفا : معدل العائد على الاستثمارات والذى يتجاوز معدل العائد المتوقع من قبل نموذج التسعير (مثل نموذج تسعير الأصل الرأسمالى) .

معامل بيتا : هو مقياس المخاطر النظامية لإحدى الأوراق المالية . يحدد معامل بيتا للسوق بمقدار ١,٠ إذا كان معامل بيتا لإحدى الأوراق المالية أكبر من ١ ، من المتوقع أن تتجاوز تغيرات السوق (على سبيل المثال ، عندما يزداد السوق بنسبة ٥٪ ، فإن الورقة المالية تزداد بنسبة ١ ٪) . إذا كان معامل بيتا لأحد الأوراق المالية أقل من ١ ، من المتوقع أن تتأخر عن السوق (مثلاً ، عندما يزداد السوق بنسبة ١ ٪ ، فان الورقة المالية تزداد بنسبة ٥٪) .

معدل الاستثمار : الاستثمار فى الأراضى والمصانع والمعدات مقسومًا على الإيرادات السنوية .

معدل الإهلاك : الإهلاك السنوى مقسومًا على الإيرادات السنوية .

معدل الخصم : معدل العائد المستخدم لقياس قيمة الوقت للنقود ، يتباين معدل الخصم ويختلف باختلاف التدفقات النقدية التى يتم خصمها .

معدل الضريبة : النسبة التى تساوى مخصصات الشركة لضرائب الدخل مقسومة على الدخل قبل الضرائب .

معدل العائد الخالى من المخاطر : معدل العائد على سندات الخزانة الأمريكية استحقاق ثلاثين عامًا .

معدل النمو السنوى المركب أو المتراكم : وهو معدل يفترض وجود تراكم سنوى للنمو .

معدل عائد أوراق الخزانة طويلة الأجل : العائد على أوراق الخزانة الأمريكية طويلة الأجل ، عادة ما يكون المؤشر المرجعى هو سندات الخزانة الأمريكية استحقاق عشر سنوات .

معدل نمو الإيرادات : معدل نمو سنوى للمبيعات خلال فترة محددة من الوقت عادة ما تكون من خمس إلى عشر سنوات .

نسبة إصدارات الديونية إلى حقوق الملكية : إجمالى مبلغ التمويل من إصدارات مديونية الذى لدى هيكل رأس مال الشركة مقسومًا على المبلغ الذى يستثمره حملة الأسهم .

نسبة السعر إلى الأرباح : العلاقة بين الأرباح لكل سهم وسعر السوق للأسهم العادية . عادة ما يعنى المضاعف المرتفع لنسبة الأرباح لكل سهم مقارنة بالشركات الأخرى فى نفس الصناعة أن المستثمرين لديهم ثقة فى قدرة الشركة على تحقيق أرباح مستقبلية مرتفعة .

نسبة السعر إلى الأرباح إلى النمو : نسبة السعر إلى الأرباح مقسومة على معدل نمو الأرباح المتوقع . وهى تقيس السعر الذى يدفعه المستثمر مقابل النمو المتوقع فى المستقبل .

نسبة السعر إلى التدفقات النقدية : سعر السوق لكل سهم مقسومًا على التدفقات النقدية لكل سهم . يتم تقدير التدفقات النقدية باستخدام الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك على أساس كل سهم .

نسبة السعر إلى القيمة الدفترية : سعر السوق لكل سهم مقسومًا على القيمة الدفترية لكل سهم .

نسبة السعر إلى المبيعات P/S : القيمة السوقية لإحدى الشركات مقسومة على إيراداتها السنوية . الشركات التى لديها هوامش أرباح مرتفعة عادة ما يكون لديها نسب سعر إلى المبيعات مرتفعة .

نظرية الغبى الأكبر : نظرية تعتمد على الاعتقاد بأن من يقوم بالاستثمار سوف يكون قادرًا على بيعه بمكاسب أعلى لمستثمر أقل دراية منه فى المستقبل .

نمو البند الأول : نمو إيرادات إحدى الشركات .

نمو صافى الدخل : هو نمو صافى الدخل لإحدى الشركات .

نموذج تسعير الأصل الرأسمالى : أحد نماذج تسعير الأصول ، والذى يحدد معدل العائد المطلوب على الأوراق المالية على أساس علاوة مخاطر السوق ، ومعدل العائد الخالى من المخاطر .

نموذج تسعير المواءمة : أحد نماذج تسعير الأصول ، والذى يتنبأ بالعوائد المتوقعة على أحد الأوراق المالية على أساس الارتباط بين الورقة المالية ومتغيرات متعددة من المدخلات .

هامش أوراق الخزانة : الفرق بين عوائد الأوراق المالية والعائد على سندات الخزانة الأمريكية استحقاق عشر سنوات . وعادة ما يتم قياس العائد المرتفع وعائد إصدارات الأسواق الناشئة وإصدارات الشركات ، وعائد توزيعات الأرباح على أساس الهامش مع سندات الخزانة الأمريكية .

هيئة معايير المحاسبة المالية : هى الجهة الأساسية التى تضع القواعد التى تضع وتفسر وتنشر المبادئ المحاسبية للشركات العامة والخاصة .



■ معرفة المواقع الإلكترونية التي تنشر كل ما تحتاجه من معلومات متعلقة بعملية التقييم وتحميلها بتكلفة ضئيلة أو مجانية.

■ ممارسة لعبة «ماذا لو..» لمعرفة مدى تأثير التغيرات التي يشهدها نمو الأرباح ومعدلات الفائدة على قيمة السهم.

■ اختبار ما حصّلته من معرفة باستخدم تقييمات أسهم فعلية لشركات مثل «سيتي غروب»، و«بيركشاير هاثواي» وغيرها من الأسهم العالية القيمة.

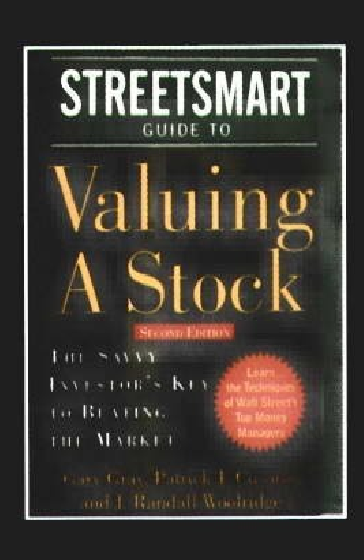
خلال سعي المستثمرين لاستعادة ثباتهم في الأسواق ـ ومعاودة بناء حافظتهم المالية ـ بعد انهيار سوق الأسهم مؤخراً، فإنهم يجدون أنفسهم يعودون إلى مبادىء القيمة الأساسية التي كانت دوماً بمثابة المحرك الحقيقي لأسعار الأسهم. ويستعرض هذا الكتاب بعضاً من أكثر معايير التقييم دقة وجدارة بالثقة، ويزودك بالمعرفة التي تحتاجها لاتخاذ قرارات استثمارية بناءً على الحقائق والأرقام، وليس على الأوهام والأحلام.

د. «جاري جراي» ـ أستاذ الاقتصاد في جامعة «بن ستيت» ويعمل مستشاراً لدى بنوك «وول ستريت» الاستثمارية، وقبل ذلك، كان يعمل مديراً إدارياً لدى مؤسسة «ليمان براذرز». وتُنشر مقالاته في عدد من الدوريات الأكاديمية مثل «هارفارد بيزنس ريفيو».

د. «باتريك ج. كوساتيس» ـ أستاذ الاقتصاد في جامعة «بن ستيت» الواقعة في «هاريسبيرج». وفيما سبق كان يعمل مديراً لدى بنك «فرست يونيون» ونائباً لرئيس مؤسسة «ليمان براذرز». وتُنشر مقالاته في عدد من الدوريات الأكاديمية مثل «فايننشيال إيكونوميكس».

د. «ج. راندال وولريدج» ـ أستاذ ورئيس قسم الاقتصاد في جامعة «بن ستيت»، سبق أن منحته جامعة «بن ستيت» جائزة «التميّز في التدريس». وتنشر مقالات د. «وولريدج» في الدوريات الأكاديمية. كما أنها تلقى تقديراً كبيراً في دورية «وول ستريت» وشبكة «سي إن إن» الإخبارية.

اعرف القيمة الحقيقية لكل سهم قبل الاستثمار في البورصة!



يدرك خبراء البورصة في «وول ستريت» أن سرّ التفوق في سوق الأسهم يكمن في معرفة وشراء الأسهم التي يتم تداولها بقيمة تقل عن قيمتها الحقيقية. ومع ذلك ـ وكما أثبتت الأحداث الأخيرة ـ قد يكون استخدام أسلوب التقييم الخطأ بمثابة كارثة وغالباً أكثر خطورة من عدم استخدام أي أسلوب على الإطلاق.

يقدّم لك هذا الكتاب نموذج تقييم بسيطاً وفعّالا. سوف يساعدك على حساب القيمة الحقيقية لأي سهم وشراء أكثر الشركات قيمة في يومنا هذا. وسيتم هذا من خلال ترسيخ عملية التقييم عن طريق استخدام عشرة مبادىء مالية مجرّبة لمساعدتك على إدارة استثماراتك بذكاء. وسوف تساعدك هذه الإضافة الأخيرة من السلسلة الشهيرة لـ McGraw-Hill على:

- **كشف أسرار شراء الأسهم المتداولة بأقل من قيمتها وبيع تلك المتداولة بأعلى من قيمتها.**
- **توجيهك في إدارة مخاطر الاستثمار في الأسهم.**
- **توضيح الخطوات المُربكة في عملية تقييم الأسهم.**
- **مساعدتك في التمييز بين سعر السهم في السوق وقيمة السهم الحقيقية.**

يرجع السبب الرئيسي في الأداء المنخفض للعديد من المستثمرين في السوق إلى أنهم يعتمدون ـ إلى حد بعيد ـ على النصائح والظنون عند اتخاذ قراراتهم المتعلّقة بالاستثمار. أعطِ هذا الكتاب الفرصة ليوضح لك كيفية تنحية الظنون بعيداً عن عملية الاستثمار وذلك من خلال معرفة ما تشتريه ـ وشرائه عندما يكون متداولاً بقيمة تقلّ عن قيمته الحقيقية.

